

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	σελ.5
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	σελ.7
ΜΕΡΟΣ Α΄ – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ.....	σελ.9
Διαφορά συγχώνευσης και εξαγοράς.....	σελ.9
Λόγοι-κίνητρα συγχωνεύσεων.....	σελ.10
Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	σελ.11
Είδη συγχωνεύσεων.....	σελ.14
Οικονομικό περιβάλλον	σελ.15
Χρονική συγκυρία.....	σελ.17
Εξαγορές, συγχωνεύσεις και επιτροπές ανταγωνισμού.....	σελ.18
Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα (ιστορικά)	σελ.18
Διαδικασία συγχώνευσης στην Ελλάδα.....	σελ.19
Σχέση απορροφώσας-απορροφώμενης και μετοχικού κεφαλαίου.....	σελ.21
ΜΕΡΟΣ Β΄ – ΑΝΑΣΚΟΠΙΣΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ.....	σελ.22
Εισαγωγή.....	σελ.22
Εμπειρικά αποτελέσματα για τις απορροφώσες επιχειρήσεις	σελ.23
Εμπειρικά αποτελέσματα για τις απορροφώμενες επιχειρήσεις.....	σελ.26

Εξήγηση διαφοράς εμπειρικών αποτελεσμάτων.....σελ.28	
Εμπειρικά αποτελέσματα για τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις.....σελ.29	
Σχετικό μέγεθος εταιριών: Εμπειρικά αποτελέσματα.....σελ.30	
Εμπειρικά αποτελέσματα κλαδικών μελετών.....σελ.30	
Μακροχρόνια επίδραση συγχωνεύσεων στις αποδόσεις μετοχών.....σελ.33	
ΜΕΡΟΣ Γ' - ΔΕΙΓΜΑ.....σελ.36	
Εισαγωγή.....σελ.36	
Περιγραφή δείγματος.....σελ.37	
Ανάλυση δείγματος.....σελ.38	
ΜΕΡΟΣ Δ' - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....σελ.46	
Εισαγωγή.....σελ.46	
Κριτική -Σύγκριση μεθοδολογιών.....σελ.46	
Η μεθοδολογία της "ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων".....σελ.48	
Η μεθοδολογία.....σελ.51	
ΜΕΡΟΣ Ε' - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....σελ.53	
Σχολιασμός αποτελεσμάτων.....σελ.53	
ΜΕΡΟΣ ΣΤ' - ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....σελ.58	
Συμπεράσματα.....σελ.58	
ΜΕΡΟΣ Ζ' - ΠΗΓΕΣ.....σελ.61	

Άρθρα.....	σελ.61
Διαδουκτιακοί ιστότοποι.....	σελ.64
Δεδομένα.....	σελ.65
ΜΕΡΟΣ Η΄ - ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	σελ.66
Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα (νομοθεσία).....	σελ.66
Πίνακας 9 - δείγμα.....	σελ.67

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία, εξετάζει την επίδραση των συγχωνεύσεων Ελληνικών επιχειρήσεων στη χρηματιστηριακή τους τιμή. Για τη μελέτη χρησιμοποιήθηκε η θεωρία του υποδείγματος αγοράς, η οποία εξηγεί το πως επηρεάζεται η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών, από οικονομικά γεγονότα. Η συγκεκριμένη θεωρία, αναφέρει πως οι επενδυτές αναπροσαρμόζουν τις προσδοκίες τους, αναφορικά με την κερδοφορία των εταιρειών, λόγω γεγονότων που συνδέονται με εξαγορές και συγχωνεύσεις, και βάσει της αλλαγής αυτής των προσδοκιών τους, προβαίνουν σε αγοραπωλησίες μετοχών. Οι αγοραπωλησίες αυτές με τη σειρά τους, μεταβάλλουν τη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών. Βάσει των παραπάνω, είναι προφανές ότι οικονομικά γεγονότα, προκαλούν έκτακτες αποδόσεις.

Σειρά μελετών διεθνώς, έχουν προσπαθήσει εμπειρικά να επιβεβαιώσουν τη θεωρία αυτή. Στην πλειοψηφία τους, οι μελέτες αυτές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των απορροφώμενων εταιριών αποκομίζουν έκτακτα κέρδη, στατιστικά σημαντικά, ενώ οι απορροφώσες εταιρίες έχουν άλλοτε έκτακτες μικρές ζημιές, άλλοτε έκτακτα μικρά κέρδη, αμφότερα όμως, μη στατιστικά σημαντικά.

Στο πρακτικό μέρος της μελέτης αυτής, τα συμπεράσματα του οποίου παρουσιάζουν και το μεγαλύτερο ενδιαφέρον έγινε προσπάθεια να αποτυπωθούν αριθμητικά οι έκτακτες αυτές αποδόσεις. Χρησιμοποιώντας στοιχεία της περιόδου 2001-2009, από τιμές εισηγμένων μετοχών στο ΧΑΑ, καταλήξαμε σε συμπεράσματα παρόμοια με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας. Συγκεκριμένα, υπολογίστηκαν οι έκτακτες αποδόσεις για 3 οικονομικά γεγονότα σε κάθε περίπτωση: Της ανακοίνωσης της πρόθεσης για συγχώνευση, της έγκρισης της συγχώνευσης και της ολοκλήρωσης της συγχώνευσης. Για κάθε περίπτωση, μελετήθηκε το πώς διακυμάνθηκε η τιμή των μετοχών για το διάστημα $[0, +7]$ δηλαδή έως και μία εβδομάδα μετά από το οικονομικό γεγονός. Από τη μελέτη αυτή, προέκυψαν μέσες έκτακτες αποδόσεις της τάξης του για τις απορροφώσες $-0,45\%$ $-1,01\%$ και $-0,99\%$ ενώ για τις απορροφώμενες προέκυψαν $-0,08\%$ και $-0,33\%$ (για τις απορροφώμενες δεν υπολογίστηκαν έκτακτες αποδόσεις μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, αφού οι μετοχές δεν διαπραγματεύονταν στο ΧΑΑ.) Υπολογίστηκε επίσης για τις μετοχές των απορροφουσών επιχειρήσεων και για το διάστημα $[+7, +30]$ μετά την ολοκλήρωση η μέση έκτακτη απόδοση στο $-1,14\%$ και τέλος για τις μετοχές των απορροφώμενων επιχειρήσεων για το διάστημα $[-7, 0]$ πριν την ανακοίνωση στο $1,62\%$ και για το διάστημα $[-30, 0]$ στο $1,17\%$ αντίστοιχα.

Στη συνέχεια αφού το δείγμα χωρίστηκε σε υποκατηγορίες, εξετάστηκαν επίσης και άλλες παράμετροι οι οποίες παρουσιάζουν ειδικό ενδιαφέρον. Συγκεκριμένα, εξετάστηκε για τα τρία προαναφερθέντα οικονομικά γεγονότα (ανακοίνωση, έγκριση και ολοκλήρωση της συγχώνευσης), το πως επηρεάζονται οι έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν, από την σχέση μεταξύ απορροφουσών και απορροφώμενων επιχειρήσεων (δηλαδή αν οι απορροφώμενες επιχειρήσεις είναι θυγατρικές ή όχι των απορροφουσών),

από τον κλάδο δραστηριοποίησης της κάθε εταιρίας που συμμετέχει στις διαδικασίες συγχώνευσης και αν οι συγχωνεύσεις αφορούν επιχειρήσεις ίδιων ή διαφορετικών κλάδων (δηλαδή το είδος της ολοκλήρωσης που επιτυγχάνεται -οριζόντια, κάθετη, διαγώνια -.

Στα αποτελέσματα αυτά παρατηρήθηκαν ουσιαστικές αποκλίσεις, γεγονός που αποτελεί ένδειξη ότι τόσο οι κλάδοι δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων όσο και η σχέση των κλάδων δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων επιρρεάζουν σημαντικά τα αποτελέσματα των έκτακτων αποδόσεων. Ωστόσο, όσον αφορά τις έκτακτες αποδόσεις των συγχωνεύσεων θυγατρικών έναντι των μή θυγατρικών απορροφώμενων τα οποία επίσης εξετάστηκαν, δεν παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις, γεγονός το οποίο αποτελεί ένδειξη ότι οι έκτακτες αποδόσεις είναι ανεξάρτητες της ύπαρξης σχέσης θυγατρικότητας των υπό συγχώνευση επιχειρήσεων.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Όταν αναφερόμαστε στην επίδραση της ανακοίνωσης των συγχωνεύσεων στην χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών τους, στην πραγματικότητα, αναφερόμαστε σε ένα σύνθετο πρόβλημα που απασχολεί τους οικονομικούς ερευνητές της εποχής, αλλά και πολλούς οικονομικά ενδιαφερόμενους, το οποίο χρίζει πολύπλευρης ανάλυσης, για την κατανόησή του, και για την απάντηση στο πλήθος των ερωτημάτων τα οποία δημιουργούνται. Η μελέτη αυτή έχει ως σκοπό την μελέτη της επίδρασης των συγχωνεύσεων στη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων στην Ελλάδα, μέσω της μεθόδου ανάλυσης «επιχειρηματικών συμβάντων» (event study methodology) . Δευτερευόντως εξετάζονται ζητήματα όπως η σχετική διαφορά της επίδρασης των συγχωνεύσεων που ενδεχομένως οφείλεται στη σχέση θυγατρικότητας των επιχειρήσεων, στον κλάδο δραστηριοποίησης και στη σχέση των κλάδων δραστηριοποίησης των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων.

Στο πρώτο μέρος της μελέτης αυτής, παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο το οποίο είναι απαραίτητο στην κατανόηση όρων, εννοιών και ζητημάτων που σχετίζονται με συγχωνεύσεις. Ειδικότερα αναφέρονται οι λόγοι και τα είδη των συγχωνεύσεων, ο προσδιορισμός της επίδρασης του οικονομικού περιβαλλοντος και της χρονικής συγκυρίας μιας συγχώνευσης αλλά και σε άλλα σχετικά ζητήματα που αφορούν στις συγχωνεύσεις στην Ελλάδα και διεθνώς. Στο δεύτερο μέρος, γίνεται παρουσίαση των ευρημάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας που αφορούν στον υπολογισμό έκτακτων αποδόσεων από επιτυχημένες συγχωνεύσεις στη βραχυχρόνια περίοδο, διεθνώς. Γίνεται σχολιασμός των ευρημάτων αυτών ενώ παρουσιάζονται ευρήματα από μελέτες που αφορούν στη μακροχρόνια περίοδο αλλά και από σχετικές κλαδικές μελέτες. Στο τρίτο μέρος γίνεται η παρουσίαση και ανάλυση του δείγματος βάσει του οποίου προχωρήσαμε στον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων και την εξαγωγή συμπεραμάτων. Το δείγμα αποτελείται από 153 επιτυχημένες συγχωνεύσεις, και το οποίο συγκεντρώθηκε από ανακοινώσεις στην επίσημη ιστοσελίδα του χρηματιστηρίου Αθηνών. Στο τέταρτο μέρος παρουσιάζεται η μέθοδος ανάλυσης «επιχειρηματικών συμβάντων» (event study methodology) όπως διατυπώθηκε από τους Brown - Warner (1980, 1985) και βάσει

της οποίας προχωρήσαμε στον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων. Στο πέμπτο μέρος, γίνεται αναλυτική παρουσίαση των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από την παραπάνω μέθοδο που ακολουθήσαμε, τα συμπεράσματα των οποίων αναλύονται και συγκρίνονται με τα αντίστοιχα της διεθνούς βιβλιογραφίας, στο έκτο και τελευταίο μέρος της μελέτης μας.

ΜΕΡΟΣ Α'

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Διαφορά συγχώνευσης και εξαγοράς

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι μορφές επιχειρησιακής στρατηγικής που σχετίζονται με φάσεις ανάπτυξης, ολοκλήρωσης και επέκτασης δραστηριοτήτων. Οι έννοιες αυτές, πολλές φορές συγχέονται.

Οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (αγοραζόμενη) σε μια άλλη (αγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με αγορά / ανταλλαγή μετοχών, μέσω του Χρηματιστηρίου. Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, μπορεί να εξασφαλίζει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο, εάν με τη μεταβίβαση μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης, ή εάν τα λοιπά μερίδια ιδιοκτησίας αυτής της επιχείρησης είναι κατακερματισμένα

Οι συγχωνεύσεις είναι οι πράξεις εκείνες κατά τις οποίες δύο ή περισσότερες εταιρείες συνένωνονται σε μία. Συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μια άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, συνήθως διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της αγοράζουσας επιχείρησης.

Λόγοι-κίνητρα συγχωνεύσεων

Δύο είναι τα βασικά κίνητρα που οδηγούν σε συγχωνεύσεις. Σύμφωνα με την νεοκλασική οικονομική θεώρηση, στόχος της διοίκησης της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Σύμφωνα με τον Manne (1965), οι εξαγορές και συγχωνεύσεις συμβάλουν στην επίτευξη του εν λόγω στόχου, εάν και μόνο εάν δημιουργήσουν συνέργιες*, οδηγώντας με τον τρόπο αυτό σε αύξηση της κερδοφορίας. Οι συνέργιες με τη σειρά τους επιτυγχάνονται μέσω της ενίσχυσης της μονοπωλιακής δύναμης [Perry και Porter (1985)], της επίτευξης οικονομιών κλίμακας και φάσματος [Arrow (1975)] και της μείωσης του χρηματοοικονομικού κινδύνου που αντιμετωπίζει η επιχείρηση [Teese (1982)]. Η παραπάνω λεγόμενη «δημιουργία υπεραξίας λόγω συγχώνευσης», μπορεί να αποτυπωθεί μαθηματικά σύμφωνα με αυτή την ανίσωση: $(A)+(B) < (AB)$

Η δεύτερη θεωρία που αναπτύχθηκε προκειμένου να ερμηνευτούν οι λόγοι για τους οποίους οι επιχειρήσεις στρέφονται στην επιλογή των εξαγορών και συγχωνεύσεων ορίζει ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων εισηγούνται την πραγματοποίησή τους προκειμένου να εξασφαλίσουν τις αμοιβές και το κύρος τους [Jensen (1986)] και ταυτόχρονα να μειώσουν τον κίνδυνο να μείνουν άνεργοι [(employment risk) Amihud και Lev (1981), Martin και McConnell (1991)]. Τα παραπάνω κίνητρα (managerial motives) βέβαια, αντιβαίνουν με τον ορθό τρόπο διοίκησης της επιχείρησης, σύμφωνα με τον οποίον όλες οι ενέργειες αποσκοπούν στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

*Βλ. Damodaran (2005)

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα συγχωνεύσεων και εξαγορών

Σύμφωνα με την νεοκλασική οικονομική θεώρηση λοιπόν, τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις είναι πολλαπλά

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις και η εκμετάλλευση των συνεργιών προσδίδουν μία δυναμική στη νέα εταιρία, που αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής της. Η δυναμική αυτή οδηγεί σε βελτίωση των δεικτών και τη μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών (shareholder value). Αυτή είναι ακόμα μεγαλύτερη εάν ακολουθήσει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Οι προσδοκίες αυτές όμως δρουν βραχυπρόθεσμα. Σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδος της τιμής της μετοχής θα παρατηρηθεί εάν η εταιρία διευρύνει τα κέρδη της στα επόμενα χρόνια.

Μία ισχυρή εταιρία που προκύπτει από συγχώνευση, έχει μεγαλύτερες δυνατότητες στο να αντιμετωπίσει τον οξυνόμενο ανταγωνισμό, εγχώριου και διεθνούς χαρακτήρα. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις συμβάλλουν στην μεγέθυνση μεριδίου αγοράς και την απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης δίνοντας της την δυνατότητα να ελέγχει και να θέτει τις τιμές που επιθυμεί στην αγορά μέσω της τιμολογιακής δύναμης που αποκτά (pricing power). Η στρατηγική των συγχωνεύσεων και εξαγορών των εταιριών αποτελεί εξ'αλλου, τρόπο επιβίωσης και ισχυροποίησής τους απέναντι στο συστημικό κίνδυνο καθώς και σε επιθετικές προτάσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών από αλλοδαπές εταιρίες. Παράλληλα η δημοσιότητα είναι ένα σημαντικό πλεονέκτημα που οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις συνεπάγονται. Μία συγχώνευση συμβάλλει στην ισχυροποίηση του Brand name που επιφέρει με τη σειρά της πολλαπλά οφέλη σε πολλούς τομείς και ειδικότερα στις πωλήσεις και στις οικονομικές συναλλαγές της, αλλά και γενικότερα στην αξιοπιστία της. Επίσης μία συγχώνευση μπορεί να συμβάλλει στη εξοικονόμηση πόρων, στη μείωση κόστους λειτουργίας και ιδιαίτερα των δαπανών μισθοδοσίας του προσωπικού, και την γενικότερη εκμετάλλευση των οικονομιών κλίμακας.

Οφέλη προκύπτουν και στην τεχνολογία και τεχνογνωσία που αποτελούν περιουσιακό στοιχείο της επιχείρησης. Η μεγέθυνση συμβάλλει στη ταχύτερη ανάπτυξη και εκμετάλλευση τεχνολογίας στην παραγωγή και γενικότερα, στην εκμετάλλευση των ισχυρών σημείων των δύο εταιριών. Η εισαγωγή νέας τεχνολογίας είναι στις περισσότερες περιπτώσεις δαπανηρή και συμφέρουσα μόνο σε μεγάλους ομίλους. Οι λεγόμενες οικονομίες φάσματος (economies of scope) εμφανίζονται όταν το κόστος παραγωγής αρκετών προϊόντων μαζί σε μία μόνο επιχείρηση, είναι μικρότερο από το κόστος παραγωγής των προϊόντων ξεχωριστά σε εξειδικευμένες επιχειρήσεις [Berger 1999].

Οι Εξαγορές και συγχωνεύσεις επίσης οδηγούν σε μεγαλύτερη χρηματοοικονομική σταθερότητα. Οι χρηματικές ροές και τα κέρδη της είναι περισσότερο σταθερά και προβλέψιμα γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερη χρηματοοικονομική διοίκηση και περισσότερο επιτυχημένη. Τέλος, από τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές μπορεί να προκύψουν φορολογικές ελαφρύνσεις και απαλλαγές, όπως στην περίπτωση της αξιοποίησης των κερδών των αγοραζουσών μέσω της επανεπένδυσης των υπερκανονικών κεφαλαίων διαθέσιμων, είτε μέσω της εμφάνισης μειωμένων κερδών από την εξαγορά/συγχώνευση με εταιρίες με ζημίες.

Στη διεθνή βιβλιογραφία συναντούμε και μειονεκτήματα των εξαγορών και συγχωνεύσεων. Τα πραγματικά οικονομικά αποτελέσματα των συγχωνεύσεων, πολλές φορές δεν είναι τα αναμενόμενα. Το γεγονός αυτό μπορεί να οφείλεται σε *λανθασμένη πληροφόρηση* που οδήγησε σε *λανθασμένη απόφαση εξαγοράς*. Χαρακτηριστικότερα παραδείγματα είναι οι υπέρ-αισιόδοξες προβλέψεις σε όλους τους τομείς, η υπερ-εκτίμηση συνεργιών που θα προκύψουν.

Συχνά παρατηρείται το φαινόμενο της υποεκτίμησης του κόστους της εξαγοράς/συγχώνευσης και υπερεκτίμηση των ωφελειών τους, γεγονός που δεν οδηγεί στην εκπλήρωση των αναμενόμενων αποτελεσμάτων. Σημαντικό μειονέκτημα είναι το υψηλό κοινωνικό κόστος που επιφέρουν, αφού σε πολλές περιπτώσεις παρατηρείται μείωση της απασχόλησης που πραγματοποιείται με απολύσεις προσωπικού [Γεωργακοπούλου]. Η υποβάθμιση του ανθρώπινου παράγοντα οδηγεί

σε αντιδράσεις του κοινωνικού συνόλου και ειδικότερα των συνδικάτων που παρακολουθούν με ανησυχία να πλήττονται τα εργασιακά τους κεκτημένα. Εκτός του κοινωνικού κόστους, και το διοικητικό και διαχειριστικό κόστος που συνεπάγονται οι συγχωνεύσεις είναι υψηλό και το μέγεθος του οποίου πολλές φορές δεν λαμβάνεται υπόψιν.

Ακόμα, σύμφωνα με τον Roll (1986) η “managerial hubris”, ενδέχεται να δημιουργήσει προβλήματα. “Managerial hubris” λέγεται το φαινόμενο κατά το οποίο, οι διοικητές και οι managers, υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους, και πραγματοποιούν κινήσεις υπερβολικά φιλόδοξες, όπως συγχωνεύσεις χωρίς καλές προοπτικές. Επίσης, το λεγόμενο “agent principal problem” ή “agency dilemma” -η διαφορά δηλαδή συμφερόντων των manager σε σχέση με αυτά των μετόχων και της εταιρίας γενικότερα- ενδέχεται επίσης να οδηγήσει σε μία *λανθασμένη απόφαση εξαγοράς*, αντίθετη με τα συμφέροντα της εταιρίας. . [Banal-Estañol, Seldeslachts (2005)]

Πολλές έρευνες αναφέρουν ότι προκύπτουν μεγάλες δυσκολίες προσαρμογής μετά την ολοκλήρωση των συγχωνεύσεων, όπως η ενοποίηση της διαφορετικής εταιρικής κουλτούρας των επιχειρήσεων, των διαφορετικών μισθολογιών, επιδομάτων και παροχών και του διαφόρου τρόπου υπηρεσιακής ανέλιξης. Πολλοί ερευνητές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι αγεφύρωτες διαφορές επιχειρησιακής κουλτούρας των συγχωνευόμενων εταιριών οδηγούν σε χαμηλές επιδόσεις και υπάρχουν αρκετά παραδείγματα κατά τα οποία οι διαφορετικές εταιρικές κουλτούρες αποτέλεσαν τον αρνητικό παράγοντα εκείνον, που οδήγησε σε αποτυχία αρκετές συγχωνεύσεις. [Banal-Estañol, Seldeslachts (2005)]

Τέλος, αν οι εγχώριες αγορές είναι σε μεγάλο βαθμό ολοκληρωμένες και ανταγωνιστικές, τότε υπάρχουν μικρά περιθώρια για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου στην αγορά και μόνο υπό την προϋπόθεση προσφοράς διαφοροποιημένων προϊόντων υψηλής ποιότητας και τεχνολογίας

Είδη συγχωνεύσεων

Οι συγχώνευσεις όπως προαναφέραμε, είναι οι πράξεις οικονομικής αναδιάρθρωσης εκείνες κατά τις οποίες οι αγοράζουσες επιχειρήσεις απορροφούν τις αγοραζόμενες σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, διατηρώντας την αρχική εταιρική τους ταυτότητα. Όμως όλες οι συγχωνεύσεις δεν είναι ίδιες καθώς ορισμένα χαρακτηριστικά τους, καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό την πορεία της απορροφώσας εταιρίας και τις συνέπειες που η συγχώνευση επιφέρει σε αυτή.

Βάσει του είδους της συμφωνίας που πραγματοποιείται, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις διακρίνονται σε επιθετικές (hostile) ή φιλικού τύπου (friendly tender). Κατά τις φιλικού τύπου συμφωνίες, η αγοραζόμενη επιχείρηση εκφράζει τη σύμφωνη πρόθεση της για να απορροφηθεί. Αντίθετα, όταν μία επιθετική εξαγορά και συγχώνευση πραγματοποιείται, η αγοράζουσα επιχείρηση προβαίνει σε αγορά μετοχών της αγοραζόμενης σε τιμές πολύ ακριβότερες της πραγματικής τους αξίας, ώστε να κάμψει τις αντιρρήσεις της αγοραζόμενης και να αποκτήσει τη μετοχική της πλειοψηφία. Στις εχθρικές εξαγορές και συγχωνεύσεις, η αγοράζουσα προβάλλει μεγάλες απαιτήσεις για την αποδοχή της συμφωνίας. [Schwert 2000]

Ο τρόπος με τον οποίον γίνεται η εξαγορά, είναι άλλο ένα είδος διάκρισης των συγχωνεύσεων. Έτσι, η προσφορά γίνεται είτε με μετρητά, είτε με μετοχές της αγοράζουσας εταιρίας, ενώ ενδεχομένως να περιλαμβάνει και τα δύο αυτά μέσα ταυτόχρονα. Άλλη μία διάκριση ανάμεσα στις συγχωνεύσεις, είναι βάσει της φύσης της αγοραζόμενης επιχείρησης δηλαδή αν η επιχείρηση-στόχος είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο (public) ή όχι (private). Συνήθως χρειάζεται μεγαλύτερη προσφορά για επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο [βλ. Campbell, Giambona και Sirmans]. Άλλη μία συνηθισμένη διάκριση των εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι ο τόπος δραστηριοποίησης της αγοραζόμενης σε σχέση με την αγοράζουσα. Όταν η αγοραζόμενη δραστηριοποιείται στην ίδια χώρα με την αγοράζουσα, τότε έχουμε εγχώρια εξαγορά και συγχώνευση, ενώ όταν η αγοράζουσα εξαγοράζει επιχείρηση σε άλλη χώρα, τότε έχουμε διεθνή εξαγορά και συγχώνευση (cross-border). Η διεθνής

αρθογραφία έχει ασχοληθεί πολύ με αυτού του τύπου τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, τα αποτελέσματα της οποίας αναλύονται περισσότερο σε επόμενα κεφάλαια.

Βάσει του αντικειμένου δραστηριοποίησης αγοράζουσας και αγοραζόμενης επιχείρησης, οι συγχωνεύσεις αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης. Έτσι, η επιχειρησιακή ολοκλήρωση μπορεί να είναι κάθετη, οριζόντια ή συνδυασμός ετερόκλητων δραστηριοτήτων (τα λεγόμενα conglomerates). Η κάθετη ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που καλύπτουν διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας (λ.χ. άντληση – διύλιση και διανομή πετρελαίου). Η οριζόντια ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, που καλύπτουν την ίδια ή συναφή φάση της παραγωγικής αλυσίδας. Τέλος, τα conglomerates καλύπτουν σε μια ενιαία οργανωτική δομή επιχειρήσεις από διαφορετικούς κλάδους, των οποίων οι δραστηριότητες δεν συνδέονται μεταξύ τους.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι συγχωνεύσεις δεν είναι ίδιες. Το θεσμικό πλαίσιο που εφαρμόζεται σε κάθε χώρα, το σχετικό μέγεθος των συγχωνευόμενων εταιριών, ο κλάδος δραστηριοποίησης των εταιριών, το επίπεδο ευημερίας, το τεχνολογικό επίπεδο των χωρών, η δύναμη των συνδικάτων εργαζομένων, η επιχειρησιακή κουλτούρα των εταιριών, το μέγεθος της αγοράς, και το οικονομικό περιβάλλον, σίγουρα επηρεάζουν τα αποτελέσματα των οικονομικών αναδιαρθρώσεων και ενδεχομένως να είναι σηματικοί παράγοντες που διαφοροποιούν τις συγχωνεύσεις

Οικονομικό περιβάλλον

Οι δυνάμεις της αγοράς, εξισορροπούν καταστάσεις στρεβλώσεων στις οποίες υπάρχει διαφορά της τρέχουσας και πραγματικής τιμής των μετοχών, δίνοντας την ευκαιρία στους επενδυτές αυτούς που αντιλαμβάνονται τη διαφορά αυτή να πραγματοποιήσουν κέρδη μέσω αγοραπωλησιών μετοχών. Η αύξηση της ζήτησης / προσφοράς ή αντίστοιχα η μείωση τους επιρρεάζει την τιμή των μετοχών. Με αυτόν

τον τρόπο, τους νόμους δηλαδή της προσφοράς και της ζήτησης, μακροπρόθεσμα οι τιμές των μετοχών συγκλίνουν προς τις τιμές που αντικατοπτρίζουν την πραγματική τους αξία.

Για την κατανόηση των συγχωνεύσεων, δεν αρκεί η ανάγνωση των λογιστικών καταστάσεων και των χρηματοοικονομικών δεδομένων των συγχωνευόμενων εταιριών, αλλά και η εξέταση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος καθώς και των εθνικών χαρακτηριστικών παράγοντων (country-specific factors) οι οποίοι επηρεάζουν τα κίνητρα για συγχωνεύσεις. Το οικονομικό περιβάλλον επηρεάζει τα αποτελέσματα μίας εξαγοράς, συνεπώς επηρεάζει και την ίδια την απόφαση για εξαγορά.

Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, το μεγαλύτερο όφελος (προεξοφλώντας τα μελλοντικά κέρδη που προβλέπονται) από μία εξαγορά, καρπώνεται η αγοραζόμενη εταιρία. Σε χώρες όμως, με ασθενή αγορά επιχειρηματικών μεταβολών ο ανταγωνισμός είναι λιγότερο έντονος και συνεπώς είναι πιθανόν να παρέχεται η δυνατότητα να αποκομίζουν κέρδη όχι μόνον οι αγοραζόμενες αλλά και οι αγοράζουσες επιχειρήσεις. [Πρωτόπαπας, Τραυλός, Τσαγκαράκης]

Συμπερασματικά, όσο πιο προηγμένη οικονομικά είναι μία χώρα, τόσο μεγαλύτερο μέρος της δημιουργηθείσας υπεραξίας καταλήγει στην αγοραζόμενη επιχείρηση κατά τις συμφωνίες συγχωνεύσεων.

Πολλές φορές και οι ίδιες οι εθνικές κυβερνήσεις επηρεάζουν με τις πολιτικές τους, τις αποφάσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Στην προσπάθειά τους για τον περιορισμό της ανεργίας ή την αύξηση του ΑΕΠ, παρέχουν κίνητρα ή χρησιμοποιούν εμποδια-περιορισμούς για τις συγχωνεύσεις. Συνήθως χρησιμοποιώντας πολιτικές προστατευτισμού, προσπαθούν να δημιουργήσουν μία επιχείρηση-εθνικό πρωταθλητή η οποία θα αντιστέκεται στις πιέσεις του διεθνούς ανταγωνισμού. [Dinc, Ere]

Χρονική συγκυρία

Οι συγχωνεύσεις και εξαγορές πραγματοποιούνται στην πλειοψηφία τους κατά κύματα. Η οικονομική ιστορία αναφέρει τουλάχιστον 5 σημαντικά κύματα Ε&Σ στις ΗΠΑ: την περίοδο 1895-1904, την περίοδο 1922-1929, την περίοδο 1940-47, τη δημιουργία ομίλων ετερογενών επιχειρήσεων (conglomerates) της δεκαετίας του 1960 και το τελευταίο κύμα εξαγορών, που ξεκίνησε το 1976 και συνεχίζεται μέχρι σήμερα. Υπάρχει προφανώς σύνδεση των εξαγορών και συγχωνεύσεων με την κυκλικότητα της παγκόσμιας οικονομίας. Τα κύματα Ε&Σ στις ΗΠΑ φαίνεται να συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με σημαντικές εξελίξεις στις αγορές, με ευκαιρίες επενδύσεων μετά από λήξη πολέμων ή διεθνείς ανακατατάξεις, με σημαντικές τεχνολογικές ανακαλύψεις, με κρατικά κίνητρα ή και με συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στα διευθυντικά στελέχη και στους μετόχους των εταιρειών. [Salleo]

Ειδικά για την Ευρώπη, ιδιαίτερο ρόλο διαδραματίζει η δημιουργία της Ενιαίας αγοράς, η όξυνση του διεθνούς ανταγωνισμού, η απορύθμιση (deregulation), οι ανάγκες εκσυγχρονισμού και ανασύνταξης του Πιστωτικού Συστήματος, οι αποκρατικοποιήσεις και οι ευκαιρίες που αναδείχθηκαν με την προοπτική ενσωμάτωσης στην αγορά αυτή των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης

Η ανάπτυξη μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων όμως αποτελεί συχνό φαινόμενο και κατά τη διάρκεια κρίσεων, καθώς τα προβλήματα των εταιρειών ανοίγουν πιο εύκολα τις πόρτες σε ένα ξένο επενδυτή. Οι επενδύσεις για εξαγορές και συγχωνεύσεις, αποκτούν μεγαλύτερη αξία εν μέσω κρίσης, σε αντίθεση με τις στρατηγικές αποεπένδυσης, οι οποίες, σε ανοδικές φάσεις του οικονομικού κύκλου, δημιουργούν ελαφρώς μεγαλύτερη αξία απ' ό,τι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Πολλοί ερευνητές, όπως ο Rosen ισχυρίζονται ότι η χρονική στιγμή κατά την οποία πραγματοποιείται μία συγχώνευση, επιρρεάζει σε μεγάλο βαθμό τα μακροχρόνια αποτελέσματά της.

Εξαγορές, συγχωνεύσεις και επιτροπές ανταγωνισμού.

Για να πραγματοποιηθεί μία συγχώνευση, αναγκαία είναι η άδεια από την αρμόδια επιτροπή ανταγωνισμού. Για εξαγορές και συγχωνεύσεις εθνικού χαρακτήρα, αρμόδιες είναι οι εθνικές επιτροπές, (πχ Ελληνική επιτροπή ανταγωνισμού). Στον Ευρωπαϊκό χώρο, αρμόδια επιτροπή για εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι Ευρωπαϊκή επιτροπή ανταγωνισμού. Στις ΗΠΑ αρμόδιες υπηρεσίες είναι το Federal Trade Commission (FTC) και το Department of Justice (DOJ)

Συμβαίνει μερικές φορές, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις να ματαιώνονται από τις επιτροπές ανταγωνισμού. Στην προσπάθειά τους να αποτρέψουν φαινόμενα μονοπωλίων, και να προστατέψουν την εύρυθμη λειτουργία των αγορών, οι επιτροπές αυτές θέτουν εμπόδια στις εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Στοιχεία για τα εμπόδια Ευρωπαϊκών εξαγορών και συγχωνεύσεων παρουσιάζουν στη μελέτη τους οι Duso, Gugler και Yurtoglu (2008). Συγκεκριμένα αναφέρουν πως στο 90% των περιπτώσεων η Ευρωπαϊκή επιτροπή απεφάνθη πως δεν αποτελούν απειλή για τον ανταγωνισμό, ενώ από το υπόλοιπο 10%, στις 3 από τις 4 περιπτώσεις συγχωνεύσεων, η άδεια δίνεται υπο ορισμένες προϋποθέσεις και δεσμεύσεις. Με αυτόν το τρόπο η εν λόγω επιτροπή έχει αποτρέψει 21 εξαγορές και συγχωνεύσεις για το διάστημα 1990-2007.

Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα (ιστορικά)

Στην Ελλάδα οι Ε&Σ συναντούσαν σημαντικά εμπόδια κατά το παρελθόν: μικρός αριθμός εταιρειών εισηγμένων στο ΧΑΑ, ισχυρή παρουσία κρατικής ιδιοκτησίας και οικογενειακής οργάνωσης των επιχειρήσεων, κατακερματισμός, περιορισμένα όρια και προοπτικές της εγχώριας αγοράς, έλλειψη κατάλληλου θεσμικού πλαισίου. Με τη δημιουργία της Ενιαίας αγοράς το 1986, που οδήγησε σε ένα κύμα Ε&Σ στην Ευρώπη, η ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σημαντικά. Έτσι, μεταξύ 1987 και 1994,

το 9% περίπου του ενεργητικού της ελληνικής βιομηχανίας έγινε αντικείμενο εξαγορών και συγχωνεύσεων, με το ποσοστό αυτό να φτάνει το 13-24% στους κλάδους τροφίμων, ποτών, πλαστικών και μη μεταλλικών ορυκτών. [Γεωργακοπούλου]. Μάλιστα, κατά την περίοδο 1985-1993, οι περισσότερες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έγιναν μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Με την ανάπτυξη του ΧΑΑ, την απελευθέρωση του Τραπεζικού συστήματος, την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, τη γενική βελτίωση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας, τις ευκαιρίες των μεγάλων έργων, τη διάνοιξη προοπτικών στα Βαλκάνια, καθώς και με τη συνεχιζόμενη πολιτική των ιδιωτικοποιήσεων, πολλαπλασιάστηκαν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις στη χώρα μας, με αιχμή, τα τελευταία χρόνια, το ίδιο το τραπεζικό σύστημα

Διαδικασία συγχώνευσης στην Ελλάδα

Η διαδικασία συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών είτε αυτές έχουν σχέση (η απορροφώσα απορροφά θυγατρική, απλά συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της, ή ανήκουν στον ίδιο όμιλο επιχειρήσεων) είναι κοινή με την διαδικασία συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών που δεν έχουν σχέση. Όταν δυο ή περισσότερες ΑΕ αποφασίζουν την συγχώνευση, καλούνται να συμφωνήσουν στην ημερομηνία του ισολογισμού μετασχηματισμού. Του ισολογισμού εκείνου δηλαδή κατά τον οποίο υπολογίζεται η σχέση αξίας των επιχειρήσεων, και βάσει του οποίου θα πραγματοποιηθεί λογιστικά η συγχώνευση. Στη συνέχεια, αφού τα διοικητικά συμβούλια εγκρίνουν τους ισολογισμούς μετασχηματισμού καταλήγουν στην πρόταση σχέσης ανταλλαγής μετοχών μεταξύ των υπο συγχώνευση επιχειρήσεων και καταρτίζουν τα σχέδια σύμβασης της συγχώνευσης. Λαμβάνοντας υπόψιν γνωματεύσεις από ανεξάρτητη αρχή κατ' Άρθρο 16 παρ. 5 Ν.2515/1997* και κατ' άρθρο 322 του κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών (για τις εισηγμένες) και στην περίπτωση που δεν προκύπτουν ουσιαστικές διαφορές στα παραπάνω, τα σχέδια σύμβασης και η πράξη συγχώνευσης τίθενται προς ψήφιση στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων. Για την έγκυρη λήψη απόφασης επί των ως άνω θεμάτων, απαιτείται, σύμφωνα με το νόμο

και πιθανώς το καταστατικό των εταιρειών, να παρίστανται ή να αντιπροσωπεύονται στη γενική συνέλευση, μέτοχοι που εκπροσωπούν πλέον των 2/3 των μετοχών της εταιρείας. Όταν οι γενικές συνελεύσεις δεν συγκεντρώνουν την απαιτούμενη ως άνω από το νόμο απαρτία, το διοικητικό συμβούλιο ορίζει επαναληπτική γενική συνέλευση. Στη συνέχεια, το εγκριθέν από τη γενική συνέλευση σχέδιο συγχώνευσης κατατίθεται στην επιτροπή ανταγωνισμού, η γνωμοδότηση και έγκριση της οποίας είναι απαραίτητη για την συνέχεια των διαδικασιών. Η συγχώνευση δεν μπορεί να ολοκληρωθεί, αν κατά τη διάρκεια των διαδικασιών βρίσκεται σε εξέλιξη φορολογικός έλεγχος στις εταιρίες από τα αρμόδια κλιμάκια του υπουργείου οικονομικών. Τέλος, υπογράφεται η συμβολαιογραφική πράξη συγχώνευσης, και κατατίθεται στο υπουργείο ανάπτυξης. Έπειτα από την έγκριση της, κατατίθεται και στην αρμόδια νομαρχία, στην οποία πραγματοποιείται η πράξη διαγραφής των απορροφώμενων από τα μητρώα των ανωνύμων εταιριών. Αφού ολοκληρωθούν οι παραπάνω διαδικασίες, γίνεται η λογιστική μεταφορά στοιχείων λόγω συγχώνευσης. Οι απορροφώμενες εταιρείες μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους (ενεργητικό και παθητικό) στην απορροφώσα εταιρεία, με βάση την περιουσιακή τους κατάσταση όπως φαίνεται στους ισολογισμούς μετασχηματισμού τους, και όπως αυτή (η περιουσία) έχει διαμορφωθεί μέχρι τη νόμιμη ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Η απορροφώσα εταιρεία καθίσταται, αποκλειστική κυρία, νομέας, κάτοχος και δικαιούχος κάθε περιουσιακού στοιχείου των απορροφώμενων εταιρειών.

* Στο παράρτημα -1- με τίτλο «Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα (νομοθεσία)» δίνονται περαιτέρω πληροφορίες για τους νόμους που σχετίζονται με συγχωνεύσεις ανωνύμων εταιριών καθώς και σύγκριση αυτών.

Σχέση απορροφώσας-απορροφώμενης και μετοχικού κεφαλαίου

Όπως προαναφέρθηκε παραπάνω, η διαδικασία συγχώνευσης ανωνύμων εταιριών είναι κοινή είτε αυτές έχουν σχέση, είτε όχι. Στο μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας εταιρίας όμως, σύμφωνα με το νόμο, η σχέση απορροφώσας και απορροφώμενης είναι αυτή που ρυθμίζει την αύξηση ή μη του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφώσας εταιρίας. Συγκεκριμένα, όταν η απορροφώσα είναι κατά 100% θυγατρική της απορροφώμενης, δεν συντρέχει λόγος μεταβολής του μετοχικού κεφαλαίου και η απορροφώσα ανώνυμη εταιρία δεν υποχρεούται στην έκδοση νέων μετοχών επειδή η αξίωση για την έκδοση αποσβένεται λόγω συγχωνεύσεως και σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 78 του κ.ν. 2190/20 και των άρθρων 1-5 του ν. 2166/93. Όταν η απορροφώμενη δεν έχει σχέση με την απορροφώσα εταιρία, το μετοχικό κεφάλαιο αυτής αυξάνεται συνέπεια κεφαλαιοποίησης κατά την αξία της απορροφώμενης με την έκδοση νέων μετοχών. (Ισόποση αύξηση μετοχικού κεφαλαίου). Στην περίπτωση, τέλος, που υπάρχει σχέση κατά ποσοστό, το μετοχικό κεφάλαιο της απορροφώσας, θα αυξηθεί κατά το τμήμα εκείνο της αξίας της απορροφώμενης που δεν κατέχει η απορροφώσα, δηλαδή θα εκδοθούν μετοχές «υπέρ το άρτιον» κατά το συνολικό ποσό της καθαρής αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της απορροφώσας εταιρίας.

ΜΕΡΟΣ Β΄

ΑΝΑΣΚΟΠΙΣΗ ΠΡΟΣΦΑΤΗΣ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ

Εισαγωγή

Υπάρχει πληθώρα των μελετών, διεθνώς, που έχουν ασχοληθεί με θεματα συγχωνεύσεων εταιριών, και τα αποτελέσματα αυτών στην τιμή των μετοχών αυτών, με την μέθοδο της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event study methodology). Επικεντρώνοντας στη βιβλιογραφία που αφορά μόνο στις επιτυχημένες συγχωνεύσεις και όχι σε αυτές που αναφέρονται και σε εξαγορές ή σε άλλου είδους αναδιάρθρωσεις των επιχειρήσεων, πρέπει να σταθούμε σε μερικά ενδιαφέροντα σημεία.

Διευκρινιστικά αναφέρουμε ότι επιτυχημένες συγχωνεύσεις, καλούνται οι συγχωνεύσεις αυτές, που την ανακοίνωση της συμφωνίας ακολούθησε η πραγματοποίηση. Υπάρχουν ερευνητές [βλ. Weir 1983] οι οποίοι στις μελέτες τους υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις των μετοχών επιχειρήσεων, οι οποίες αν και ανακοίνωσαν την πρόθεσή τους για συγχώνευση, δεν την πραγματοποίησαν (οι συγχωνεύσεις ακυρώθηκαν). Οι έκτακτες αποδόσεις είναι αυτές που προκύπτουν μόνο λόγω του οικονομικού γεγονότος (δηλ. της συγχώνευσης). Αυτές ορίζονται ως η διαφορά της συνολικής απόδοσης της μετοχής στην υπό εξέταση χρονική περίοδο, από την κανονική απόδοσή που προβλέπεται για την εν λόγω μετοχή στην αντίστοιχη χρονική περίοδο, σύμφωνα με τη μεθοδολογία που θα περιγράψουμε παρακάτω.

Στις εμπειρικές έρευνες τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν ήταν είτε απο συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ, είτε από αντίστοιχες στην Ευρώπη. Επίσης, στις μελέτες της διεθνούς βιβλιογραφίας, δεν χρησιμοποιούνται τα ίδια χρονικά διαστήματα για την εξαγωγή των συμπερασμάτων. Αρκετοί ερευνητές

χρησιμοποιούν χρονικά διαστήματα πριν και μετά την ανακοίνωση, άλλοι χρησιμοποιούν το διάστημα πριν την ανακοίνωση και άλλοι την ημερομηνία της ανακοίνωσης με σκοπό να υπολογίσουν τις έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν από την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Οι περισσότεροι υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις για διάφορα διαστήματα (event-windows) και για τα επίπεδα στατιστικής σημαντικότητας 10%, 5% και 1%.

Στην πραγματικότητα, η ημερομηνία ορόσημο (effective date of merger) η οποία ορίζεται ως η ημερομηνία συμφωνίας μεταξύ των διοικήσεων, δεν συμπίπτει πάντα με την ημερομηνία ανακοίνωσης. Η ανακοίνωση έπεται της συμφωνίας, και έτσι η αναμενόμενη επίδραση της συγχώνευσης ξεκινά πριν την επίσημη ανακοίνωση. Για τον λόγο αυτό, πολλοί ερευνητές καταφεύγουν στη μέτρηση των έκτακτων αποδόσεων πριν αλλά και μετά την επίσημη ανακοίνωση της συγχωνευσης.

Εμπειρικά αποτελέσματα για τις απορροφώσες επιχειρήσεις

Για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις, τα εμπειρικά αποτελέσματα διαφέρουν. Αν και οι ερευνητές καταλήγουν σε παραπλήσια εμπειρικά αποτελέσματα αφού το εύρος των αποτελεσμάτων είναι μικρό, εντούτοις οι έκτακτες αποδόσεις κινούνται στα όρια της στατιστικής σημαντικότητας, με άλλοτε μικρές θετικές, και άλλοτε μικρές αρνητικές τιμές.

Γενικά, οι μισές από το σύνολο των μελετών που ασχολούνται με τις έκτακτες αποδόσεις των απορροφουσών επιχειρήσεων καταλήγουν σε μικρές αρνητικές αποδόσεις [βλ. Andrade (2001), Mulherin και Boone (2000), Franks (1991), Healy (1992) και άλλοι], ενώ οι υπόλοιπες μελέτες αναφέρουν μηδενικές ή μικρές θετικές έκτακτες αποδόσεις (βλ. Moeller και Schlingemann (2005), Schwert (2000), Loderer και Martin (1990), Asquith (1983) και άλλοι]. Οι Dennis και McConnell (1986), Smith και Kim (1994), Schwert (1996) θεωρούν ότι οι έκτακτες αποδόσεις για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις είναι θετικές αλλά τόσο μικρές που θεωρούνται μη

στατιστικά σημαντικές. Τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης του Dodd (1980) είναι ενδεικτικά. Στη μελέτη του, συγκέντρωσε δεδομένα μετοχών εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης από την περίοδο 1970-1977 καταγράφοντας την πορεία των μετοχών των απορροφώμενων και απορροφουσών επιχειρήσεων μόνο την ημέρα της ανακοίνωσης και την προηγούμενη. Υπολογίζει με αυτόν τον τρόπο τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών στο $-1,09\%$ (στατιστικά σημαντικές). Στην ίδια έρευνα, μελετώντας τα στοιχεία 20 ημερών πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης, τις υπολογίζει στο $+0,80\%$.

Χρησιμοποιώντας την ίδια μεθοδολογία, αλλά διαφορετική περίοδο αναφοράς, ο Asquith (1983) υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις για συγχωνεύσεις που συνέβησαν την περίοδο 1962-1976 στο $+0,20\%$. Στο ίδιο αποτέλεσμα ($+0,20\%$) καταλήγει και για το διάστημα 20 ημερών πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης. Ο Eckbo (1983) συγκέντρωσε στοιχεία από την περίοδο 1963-1978 και τα αποτελέσματά που βρίσκει είναι παρεμφερή. Συγκεκριμένα, υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις για τις αγοράζουσες στο $-0,07\%$ για το χρονικό διάστημα $[-1,+1]$ ημερών από την ημερομηνία ανακοίνωσης, ενώ για το χρονικό διάστημα 20 ημερών πριν και 10 ημερών μετά της ανακοίνωσης υπολογίζει $+1,58\%$. Ο Malatesta (1983) για το χρονικό διάστημα 1969-1974 και για περίοδο αναφοράς, τον μήνα της δημόσιας ανακοίνωσης $[-30,0]$ υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις για τις αγοράζουσες στο $+0,90\%$. Οι Jensen και Ruback (1983), ισχυρίζονται ότι οι αγοράζουσες επιχειρήσεις δεν πραγματοποιούν έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης (0%). Παραπλήσια είναι και τα αποτελέσματα των Franks και Harris. Στη σημαντική μελέτη τους (1989) ασχολούνται με συγχωνεύσεις των αγοραζουσών επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο, κατά την διάρκεια της περιόδου 1955-1985. Συγκεντρώνοντας στοιχεία από μεγάλο δείγμα συγχωνεύσεων, υπολόγισαν τις έκτακτες αποδόσεις στο $-3,6\%$ (στατιστικά σημαντικές). Για το ίδιο χρονικό διάστημα αλλά για συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ, τις υπολογίζουν στο $+0,10\%$ (μη στατιστικά σημαντικές). Οι Higson και Elliott στην δική τους μελέτη (1998) ασχολήθηκαν με τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών εταιριών, που έλαβαν χώρα στο Ηνωμένο Βασίλειο την περίοδο 1975-1990. Μελετώντας στοιχεία από αρκετά μεγάλο δείγμα, καταλήγουν

στο συμπέρασμα, ότι οι αγοράζουσες πραγματοποιούν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις για την περίοδο της ανακοίνωσης, και μηδενικές αποδόσεις για ανάλυση 3 χρόνων από την ανακοίνωση. Τονίζουν δε, πως όταν υπάρχει αναντιστοιχία τιμής και πραγματικής αξίας μετοχής (value mispricing) υπάρχουν μεγάλες δυνατότητες για κέρδη στους επενδυτές.

Σύγχρονες μελέτες, επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματα αυτά. Οι Martynova και Renneboog στη μελέτη τους (2006) συνέλλεξαν στοιχεία από 2.419 συγχωνεύσεις που συνέβησαν στον Ευρωπαϊκό χώρο την περίοδο 1993-2001. Στα αποτελέσματά τους υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών στο +0,9% για χρονικό διάστημα 40 ημερών πριν, έως την ημερομηνία ανακοίνωσης, ενώ υπογραμίζουν, ότι τα αποτελέσματα που η συγχώνευση επιφέρει καθορίζονται και από άλλους παράγοντες, όπως το είδος της συγχώνευσης. Αν δηλαδή η εξαγορά και συγχώνευση είναι επιθετική τα έκτακτα κέρδη των αγοραζομένων είναι μεγαλύτερα, ενώ στις φιλικού τύπου αναδιρθρώσεις ισχύει το αντίθετο. Επίσης ο τρόπος πληρωμής επιρρεάζει την πορεία των μετοχών και της αγοραζόμενης και της αγοράζουσας, συνεπώς και τα έκτακτα κέρδη τους. Οι Antoniou, Arbour, Zhao εξηγούν στη μελέτη τους (2006) ποιοί είναι οι παράγοντες που προσδιορίζουν το ύψος της προσφοράς της αγοράζουσας προς την αγοραζόμενη εταιρία και εάν οι προσφορές είναι σχετικά υψηλές ή όχι. Για την έρευνά τους αυτή, συλλέγουν στοιχεία από συγχωνεύσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο της περιόδου 1985-2004, και υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις των αγοράζουσών στο -1,3% για το διάστημα [-1,1] και -1,4% για το διάστημα [-2,2] ημερών από την ανακοίνωση. Οι Anand και Singh (2008) μελετούν 5 συγχωνεύσεις ιδιωτικών τραπεζών της Ινδίας (5 αγοράζουσες, 5 αγοραζόμενες.) Ιδιόαιρη αναφορά γίνεται στη σύγκριση του μοντέλου της μίας μεταβλητής με το μοντέλο των δύο μεταβλητών για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων των συγχωνευόμενων εταιριών. Στη μελέτη τους, υπολογίζουν για διάφορα χρονικά διαστήματα γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης, τις έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν, χωρίς ωστόσο τα αποτελέσματα να διαφέρουν από αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας. Πληθώρα ερευνητών επιβεβαιώνουν με τη σειρά τους τα συμπεράσματα αυτά, με τις δικές του μελέτες. Firth (1980), Travlos (1984,

1987), Magenheim και Mueller (1988), Eckbo και Langhor (1989), Hawawini Swary (1990), Loderer (1990), Harris Titman (1991), Cornett Tehranian (1992), Healy Palepu (1992), Maquiera (1998), Thorburn (2000). Συμπερασματικά, για τις αγοράζουσες επιχειρήσεις, και σύμφωνα πάντα με τη διεθνή αρθρογραφία, η ανακοίνωση της συγχώνευσης θεωρείται ουδέτερη είδηση.

Εμπειρικά αποτελέσματα για τις απορροφώμενες επιχειρήσεις

Όσον αφορά τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις, τα πράγματα είναι σαφώς πιο ξεκάθαρα. Όλες οι μελέτες της διεθνούς αρθρογραφίας, για τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις θετικές, της τάξης του +5% έως +30%

Ο Dodd (1980) στη μελέτη του, υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζομένων στο +13,41% για την ημερομηνία ανακοίνωσης και, μελετώντας τα στοιχεία 20 ημερών πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης, τις υπολογίζει στο +21,78% αντίστοιχα. Ο Asquith (1983) υπολογίζει τις αντίστοιχες έκτακτες αποδόσεις για τις αγοραζόμενες εταιρίες της περιόδου 1962-1976 στο +6,20% και μελετώντας το διάστημα 20 ημερών πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης τις υπολογίζει στο +13,30%. Ο Eckbo (1983) στη δική του μελέτη, υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις για τις αγοραζόμενες εταιρίες στο +6,24% για το χρονικό διάστημα [-1,+1] ημερών από την ημερομηνία ανακοίνωσης, ενώ για το χρονικό διάστημα 20 ημερών πριν 10 μετά της ανακοίνωσης τις υπολογίζει στο +14,08%. Ο Malatesta (1983) για το χρονικό διάστημα 1969-1974 και για την περίοδο αναφοράς του μήνα της δημόσιας ανακοίνωσης [-30,0] υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις για τις αγοραζόμενες +16,80% Ο Schwert (1996) στη μελέτη του καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η επίδραση της επικείμενης συγχώνευσης στην πορεία της μετοχής της αγοραζόμενης, δεν αρχίζει με την ανακοίνωση αλλά έξι εβδομάδες νωρίτερα.

Σημαντικές μελέτες που αναφέρονται σε συγχωνεύσεις στις ΗΠΑ επιβεβαιώνουν τα συμπεράσματα αυτά για τις αγοραζόμενες εταιρίες. Οι Jarrell και Poulsen (1989)

υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις στο +29% για την περίοδο 1963-1986, ο Jervaes (1991) υπολογίζει στο +24% για την περίοδο 1972-1987, και τέλος οι Kaplan και Weisbach (1992) στο +27% για την περίοδο 1971-1982. Οι Mulherin και Boone (2000) βρίσκουν έκτακτες αποδόσεις της τάξης του +21% για την περίοδο 1990-1999 για τις ΗΠΑ και για δείγμα 1305 οικονομικών αναδιαρθρώσεων. Επίσης στη μελέτη τους διαπίστωσαν επίσης, ότι το σχετικό μέγεθος των δυο επιχειρήσεων επιρρεάζει τις έκτακτες αποδόσεις. Σύμφωνα με τους περισσότερους ερευνητές μάλιστα, οι αγορές των ΗΠΑ, θεωρούνται περισσότερο αξιόπιστες και προσφέρουν μεγαλύτερη προστασία στους επενδυτές από τις αγορές της Ευρώπης.

Αντίστοιχα όμως, είναι και τα αποτελέσματα για τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις στην Ευρώπη. Ο Firth (1980) υπολογίζει τις αποδόσεις στο +28,1%. Ο Travlos (1984) βρίσκει +15,07%. Οι Franks, Harris και Titman (1989) τις υπολογίζουν στο +28,04%. Οι Franks and Harris (1989) υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις στο +24%, για την περίοδο 1955-1985. Οι Goergen και Renneboog (2003) βρίσκουν θετικές έκτακτες αποδόσεις +9% για την ημερομηνία ανακοίνωσης και +23,6% για το διάστημα [-60,60] στατιστικά σημαντικές που αναφέρονται στο διάστημα 1993-2000, για τον ευρωπαϊκό χώρο. Συγκρίνουν μάλιστα τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων με αυτά των πολλαπλών, των φιλικών/εχθρικών εξαγορών και των διεθνών εξαγορών. Στη μελέτη τους καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι εχθρικές εξαγορές και συγχωνεύσεις δημιουργούν μεγαλύτερα έκτακτα κέρδη για τις αγοραζόμενες εταιρίες από τις υπόλοιπες. Χωρίζοντας γεωγραφικά μάλιστα το δείγμα τους, συγκρίνουν τις έκτακτες αποδόσεις. Επίσης καταλήγουν σε ένα αξιοσημείωτο συμπέρασμα: ότι οι συγχωνεύσεις εθνικού χαρακτήρα, δημιουργούν μεγαλύτερες θετικές έκτακτες αποδόσεις από εξαγορές και συγχωνεύσεις διεθνούς χαρακτήρα, ενώ υποστηρίζουν ακόμα, ότι ο τρόπος πληρωμής, η χρηματοοικονομική κατάσταση της αγοραζόμενης επιχείρησης-στόχου, και ο αριθμοδείκτης market-to-book της αγοραζόμενης, επιρρεάζουν το ύψος της προσφοράς και τις έκτακτες αποδόσεις των συγχωνευόμενων εταιριών. Τέλος, επιβεβαιώνουν ότι οι συνέργειες είναι το σημαντικότερο κίνητρο που ωθεί τις εταιρίες σε συγχώνευση, και ότι η αγοράζουσες και αγοραζόμενες, εταιρίες τείνουν να μοιράζονται τα ωφέλη αυτά που προκύπτουν

απο τις συνέργειες. Ο Danbolt (2004) στη δική του μελέτη του, που αναφέρεται σε συγχωνεύσεις εντός ΕΕ, τις υπολογίζει +19% για το διάστημα 1966-1991. Οι Martynova και Renneboog στη μελέτη τους (2006) συνέλλεξαν στοιχεία από 2.419 συγχωνεύσεις που συνέβησαν στον Ευρωπαϊκό χώρο την περίοδο 1993-2001. Στα αποτελέσματά τους υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζομένων στο +21%. Την ίδια χρονιά (2006), οι Antoniou, Arbour, Zhao υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις των αγοραζουσών στο +16,3% για το διάστημα [-1,1] και +17,6% για το διάστημα [-2,2] ημερών από την ανακοίνωση. Πληθώρα ερευνητών συμφωνούν και επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι οι αγοραζόμενες εταιρίες/στόχοι των συγχωνεύσεων επιτυγχάνουν θετικές έκτακτες αποδόσεις (βλ. Kummer και Hoffmeister (1978), Bradley (1980), Desai και Stover (1985), James και Wier (1987) Cornett (1991) και άλλοι). Συμπερασματικά δηλαδή, για τις αγοραζόμενες επιχειρήσεις, και σύμφωνα πάντα με τη διεθνή αρθρογραφία, η ανακοίνωση της συγχώνευσης θεωρείται θετική είδηση, γεγονός που αντικατοπτρίζεται στην άνοδο της τιμής της μετοχής της εταιρίας, λόγω των έκτακτων κερδών που αυτή θα επιφέρει.

Εξήγηση διαφοράς εμπειρικών αποτελεσμάτων

Η μεγάλη αυτή διαφορά ανάμεσα στα έκτακτα κέρδη των αγοραζουσών και αγοραζομένων επιχειρήσεων, εξηγείται από το γεγονός ότι οι έρευνες αφορούν συνήθως ανεπτυγμένες αγορές στις οποίες ο έντονος ανταγωνισμός δεν επιτρέπει στις μεγάλες επιχειρήσεις (από τις οποίες ως επί τω πλείστον προέρχονται οι αγοράζουσες επιχειρήσεις) να πραγματοποιήσουν συμφωνίες συγχώνευσης με μεγάλα κέρδη. Έτσι οι μικρές επιχειρήσεις που αποτελούν τις επιχειρήσεις-στόχο των εξαγορών καρπώνονται το μεγαλύτερο μέρος από το όφελος που προκύπτει από τις συμφωνίες συγχωνεύσεων. [Πρωτόπαπας, Τραυλός, Τσαγκαράκης]

Μια διαφορετική εξήγηση, δίνουν στη μελέτη τους, οι Cornett, Tanyeri και Tehranian: Ουσιαστικά θεωρούν ότι οι επενδυτές προβλέπουν με μεγαλύτερη ακρίβεια την συγχώνευση στην αγοράζόμενη παρά την αγοράζουσα εταιρία. Θεωρείται δηλαδή

περισσότερο αναμενόμενο γεγονός η ανακοίνωση της συγχώνευσης για την αγοραζόμενη, παρά για την αγοράζουσα. Η ασυμμετρία αυτή στην πληροφόρηση, δίνει την δυνατότητα για κέρδη στους επενδυτές της αγοραζόμενης.

Εμπειρικά αποτελέσματα για τις συγχωνευόμενες επιχειρήσεις

Η ανακοίνωση της συγχώνευσης όπως είδαμε, επιφέρει διαφορετικές έκτακτες αποδόσεις για αγοραζόμενες και αγοράζουσες επιχειρήσεις. Ωστόσο, υπάρχουν έρευνες που μελετούν την επίδραση της συγχώνευσης συνολικά. Jarrell, Brickley, και Netter (1988), Eckbo (1988), Andrade, Mitchell, και Stafford (2001), Burkart και Panunzi (2006), Martynova και Renneboog (2007), και Betton, Eckbo, και Thorburn (2008) βρίσκουν θετικές και στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις για τις αγοραζόμενες και αγοράζουσες επιχειρήσεις υπολογίζοντάς αυτές αθροιστικά και σταθμισμένες κατά αξία. Είναι προφανές από τα ευρήματα των μελετών ότι οι αγορές θεωρούν ότι οι εταιρίες μετά την ανακοίνωση της συγχώνευσης έχουν μεγαλύτερη αξία από σε σχέση με την αξία τους πριν την ανακοίνωση.

Η νέες εταιρίες που προκύπτουν από την διαδικασία της συγχώνευσης έχουν με τη σειρά τους θετικές έκτακτες αποδόσεις. Οι Bradley (1988), Lang (1989) και Healy (1992) υπολογίζουν τις έκτακτες αποδόσεις στο +7% για την περίοδο 1963-1984, +11% για την περίοδο 1968-1986, και +9% για την περίοδο 1979-1984 αντίστοιχα. Οι Franks (1991), Kaplan και Weisbach (1992), και οι Mulherin και Boone (2000) αναφέρουν ότι κατά την ανακοίνωση, οι έκτακτες αποδόσεις είναι +4% για διαφορετικές υπο-περιόδους ανάμεσα στα έτη 1971 και 1999, ενώ ο Andrade (2001) υπολογίζει ότι οι έκτακτες αποδόσεις για την περίοδο 1973-1998 είναι +1.8% για τις ΗΠΑ.

Οι Healy Palepu και Ruback (1990), μελετούν τις επιδόσεις των επιχειρήσεων μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης. Συγκέντρωσαν για το σκοπό αυτό στοιχεία από τις 50 μεγαλύτερες συγχωνεύσεις των ΗΠΑ της περιόδου 1979-1983 και κατέληξαν

στο συμπέρασμα ότι οι συγχωνεύσεις έχουν θετικές επιδράσεις στην παραγωγικότητα τους, και σε συνδυασμό με το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις δεν μειώνουν τις επενδύσεις τους σε έρευνα και ανάπτυξη και γενικότερα τις επενδύσεις τους, οδηγούνται σε σταθερότερες χρηματοοικονομικές ροές. Σύμφωνα με την έρευνα αυτή, οι θετικές αυτές επιδράσεις οδηγούν σε θετικές έκτακτες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση.

Σχετικό μέγεθος εταιριών: Εμπειρικά αποτελέσματα

Οι συγχωνεύσεις διακρίνονται επίσης βάσει του σχετικού μεγέθους των συγχωνευόμενων εταιριών. Οι Mantravadi, Reddy στη μελέτη τους (2007) αναλυουν για την αναδυόμενη οικονομία της Ινδίας τους στόχους και τα αποτελέσματα συγχωνεύσεων εταιριών διαφορετικού σχετικού μεγέθους πριν και μετά τη συγχώνευση. Στα συμπεράσματά τους, δείχνουν πως όσο μικρότερη σχετικά είναι η απορροφώμενη εταιρία, τόσο μικρότερες είναι οι συνέργιες που επιτυγχάνονται. Το παραπάνω συμπέρασμα έρχεται σε αντίθεση με τα ευρήματα του Kusewitt (1985), ο οποίος στη δική του μελέτη, συμπέρανε πως οι συγχωνεύσεις μεταξύ εταιριών ίδιου σχετικού μεγέθους, είναι αυτές στις οποίες παρατηρούνται μεγαλύτερες συνέργιες, σε αντίθεση με αυτές με πολύ μικρή ή πολύ μεγάλη διαφορά σχετικού μεγέθους στις οποίες οι συνέργιες είναι αμεληταίες.

Εμπειρικά αποτελέσματα κλαδικών μελετών

Κλαδικές μελέτες στις οποίες χρησιμοποιώντας την ίδια μεθοδολογία και αναζητώντας απαντήσεις στο ίδιο ερώτημα, περιορίζουν το εύρος των επιχειρήσεων που αποτελούν το υπο εξέταση δείγμα. Συγκεκριμένα, μελέτες που αφορούν σε συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του τραπεζικού κλάδου, του ασφαλιστικού κλάδου αλλά και άλλους κλάδους καταλήγουν σε παρεμφερή αποτελέσματα.

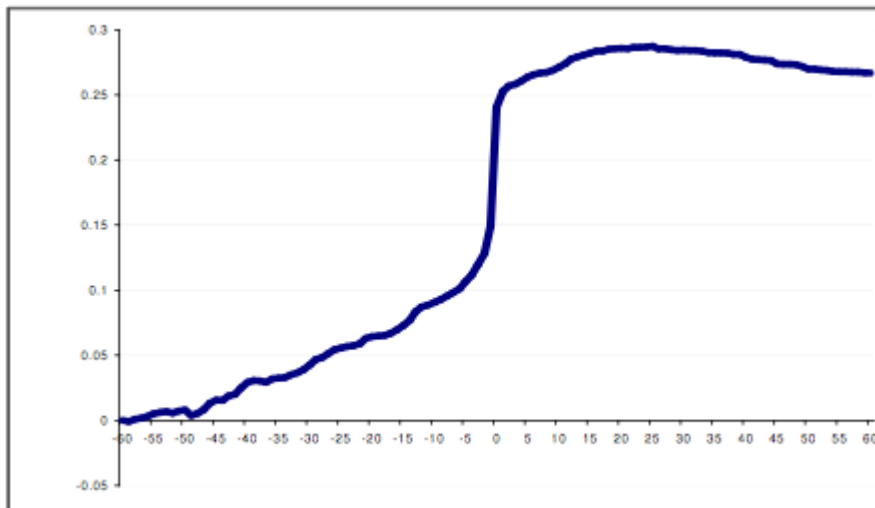
Συγκεκριμένα, Οι Alberto Floreani και Silvia Rigamonti (2001) στην έρευνά τους για τις συγχωνεύσεις στον ασφαλιστικό κλάδο σε Ευρώπη, Αυστραλία και ΗΠΑ, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι απορροφώσες εταιρίες πραγματοποιούν θετικές έκτακτες αποδόσεις της τάξης του +3,65%.

Για τον τραπεζικό κλάδο, ισχύουν τα ίδια συμπεράσματα. Τα αποτελέσματα είναι παραμφερή, και μάλιστα σύμφωνα με τους Dario Focarelli και Alberto Franco Pozzolo, οι τράπεζικές συγχωνεύσεις είναι περισσότερο επιτυχημένες και κερδοφόρες. Οι Αντίστοιχα είναι και τα αποτελέσματα που αφορούν σε εξαγορές με δημόσια προσφορά και συγχώνευση, και για τις εξαγορές με δημόσια προσφορά.

Τέλος, ο Schmutzner (2006) μελετάει τις διεθνείς εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζικού τομέα της περιόδου 1985-2005, συμφωνώντας με τα αποτελέσματα της διεθνούς αρθρογραφίας (δηλαδή οι αγοραζόμενες κερδίζουν και οι αγοράζουσες δεν χάνουν). Ωστόσο η μελέτη τους δείχνει ότι σημαντικός παράγοντας που επιρρεάζει τα αποτελέσματα της συγχώνευσης είναι το εθνικό οικονομικό περιβάλλον της αγοράζουσας.

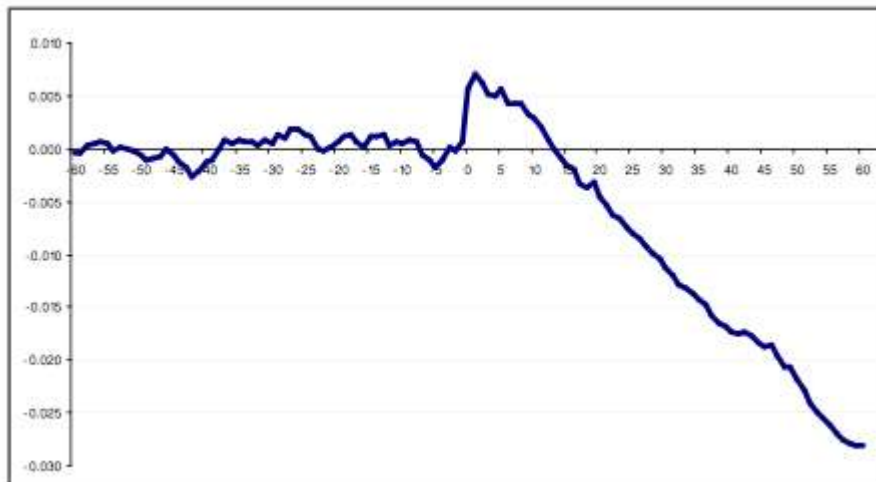
Όσον αφορά γενικότερα για οικονομικές αναδιαρθρώσεις, δηλαδή σε μελέτες που αφορούν σε συγχωνεύσεις αλλά και εξαγορές, τα αποτελέσματα δείχνουν πως οι αγοραζόμενες εταιρίες πραγματοποιούν μεγάλα έκτακτα κέρδη τα οποία αυξάνονται όσο πλησιάζει η ημέρα της ανακοίνωσης. Αντίθετα, οι απορροφώσες εταιρίες, παρουσιάζουν σημαντικά έκτακτα κέρδη από την ημέρα της ανακοίνωσης έως και λίγες μέρες μετά, πριν ακολουθήσουν μία έντονα αρνητική πορεία. Ενδεικτικά είναι τα αποτελέσματα των Martynova, Renneboog (2006) τα οποία παρουσιάζονται γραφικά στα επόμενα δύο διαγράμματα που ακολουθούν.

ΓΡΑΦΗΜΑ 1: ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ - ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ ΤΙΜΗΣ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΘΕΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ Η' ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ



Στο γράφημα 1 παρουσιάζεται η ποσοστιαία μεταβολή, του μέσου όρου της τιμής των απορροφώμενων μετοχών ως προς την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς/συγχώνευσης (ημέρα 0). Πηγή: "Mergers and Acquisitions in Europe" – Martynova, Renneboog (2006)

ΓΡΑΦΗΜΑ 2: ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ - ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ ΤΙΜΗΣ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΠΡΟΘΕΣΗΣ ΕΞΑΓΟΡΑΣ Η' ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ



Στο γράφημα 2 παρουσιάζεται η ποσοστιαία μεταβολή, του μέσου όρου της τιμής των απορροφουσών μετοχών ως προς την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγορά/συγχώνευσης (ημέρα 0). Πηγή: "Mergers and Acquisitions in Europe" – Martynova, Renneboog (2006)

Μακροχρόνια επίδραση συγχωνεύσεων στις αποδόσεις μετοχών

Όπως είδαμε παραπάνω, η ανακοίνωση της συγχώνευσης επιφέρει θετικές έκτακτες αποδόσεις για τις απορροφώμενες και είτε μικρές θετικές, είτε μικρές έκτακτες αρνητικές αποδόσεις για τις απορροφώσες.

Ωστόσο, στη μακροχρόνια (long-run) ανάλυση των συγχωνεύσεων, τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν είναι τόσο ασφαλή και όμοια, καθώς άλλοτε επιβεβαιώνουν (α) τη νεοκλασική θεωρία (οι συνέργειες αυξάνουν τον πλούτο της εταιρίας και των μετόχων, βλ Loughran και Vijh 1997), άλλοτε (β) τη θεωρία των διοικητικών κινήτρων (managerial motivations, Gorton, 2002) που οδηγούν στην εξαγορά και άλλοτε (γ) τη θεωρία της υπερ-αισιοδοξίας (βλ. Helwege και Liang, 1996) των μετόχων ή των διοικήσεων που ωθούν στην λήψη της απόφασης εξαγοράς/συγχώνευσης (βλ. Λόγοι-

κίνητρα συγχωνεύσεων). Στις δύο τελευταίες περιπτώσεις δεν προκύπτουν σημαντικά οφέλη για την αγοράζουσα εταιρία και τους μετόχους της.

Ο Rosen (2003) επιβεβαιώνει εμπειρικά την τρίτη θεωρία, εξηγώντας ότι οι βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις, εξανεμίζονται στη μακροχρόνια περίοδο και οι εξαγορές/συγχωνεύσεις που συμβαίνουν κατά τη διάρκεια γενικού κλίματος εξαγορών, έχουν συνήθως αρνητικές αποδόσεις, χειρότερες από εξαγορές/συγχωνεύσεις που συμβαίνουν σε περιόδους χωρίς έντονη δραστηριότητα οικονομικών αναδιαρθρώσεων. Ο Rosen αναφέρει το λεγόμενο «Momentum» ως τον παράγοντα με την μεγαλύτερη επίδραση στα μακροχρόνια αποτελέσματα εξαγορών/συγχωνεύσεων.

Οι Campbell, Giambona και Sirmans (2006) τονίζουν πως σημαντική παράμετρος που επηρεάζει τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων είναι το είδος της αγοραζόμενης εταιρίας. Εάν δηλαδή η εταιρία είναι εισηγμένη ή όχι (public or private)

Τέλος, ο Chang (1998) ισχυρίζεται πως ο τρόπος πληρωμής είναι σημαντικός παράγοντας. Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα που υπολογίζει στη μακροχρόνια περίοδο για συγχωνεύσεις μεταξύ εισηγμένων απορροφουσών - μη εισηγμένων απορροφώμενων., αν η εξόφληση είναι με μετρητά, η αγοράζουσα εταιρία παρουσιάζει μηδενικές έκτακτες αποδόσεις και εάν η εξόφληση είναι μέσω μετοχών, η αγοράζουσα παρουσιάζει θετικές της τάξης του +2,6%. Όταν και οι δύο εταιρίες είναι εισηγμένες, τα αποτελέσματα αντιστρέφονται. Υπολογίζει τις έκτακτες αποδόσεις της αγοράζουσας στο 0% αν η εξόφληση είναι με μετρητά και στο -2,5% αν η εξόφληση είναι μέσω μετοχών

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΗΤΩΝ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΑΠΟΡΡΟΦΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΙΑ ΤΗ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΠΕΡΙΟΔΟ

ΜΕΛΕΤΗ	ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ	ΕΚΤΑΚΤΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
Asquith (1983)	240 ημέρες	-7.2%
Loderer and Martin (1992)	750 ημέρες	-5%
Rau and Vermaelen (1998)	3 έτη	-4%
Agrawal, Jaffe and Mandelker (1992)	3 έτη	-5.5%
Agrawal, Jaffe and Mandelker (1992)	5 έτη	-7.9%
Langeteig (1978)	5 έτη	-22% έως -26%
Loughran and Vijh (1997)	5 έτη	-6.5%

Στον πίνακα 1 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα ερευνών που αφορούν σε συγχωνεύσεις μεταξύ εισηγμένων απορροφουσών εταιριών για τη μακροχρόνια περίοδο. Αναφέρεται το χρονικό διάστημα βάσει του οποίου υπολογίστηκαν οι έκτακτες αποδόσεις καθώς και το ποσοστό της έκτακτης απόδοσης. Παρατηρούνται παρόμοια αποτελέσματα – αρνητικά και μεγάλα

Πηγή: «The post-merger underperformance anomaly. Evidence from REITs» Cambell, Giambona, Sirmans (2006)

ΜΕΡΟΣ Γ΄

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Εισαγωγή

Με σκοπό την προστασία της Κεφαλαιαγοράς και στα πλαίσια των υποχρεώσεων των εταιριών που απορρέουν από τις διατάξεις του Ν. 3340/2005, της απόφασης 3/347/12.7.2005 του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Κανονισμού του Χ.Α., οι διοικήσεις των εισηγμένων στο ΧΑΑ που προτίθενται να συγχωνευτούν, οφείλουν να γνωστοποιούν στο επενδυτικό κοινό και σε κάθε ενδιαφερόμενο οποιοσδήποτε «προνομιακές πληροφορίες που τους αφορούν άμεσα». Βάσει των παραπάνω, κάθε συγχώνευση που αφορά εισηγμένη επιχείρηση στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, δημοσιεύεται με σκοπό την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού, αλλά και λοιπών ενδιαφερομένων. Από τις δημοσιεύσεις αυτές αντλήθηκαν οι πληροφορίες για την έρευνα αυτή.

Τα παρακάτω στοιχεία, αντλήθηκαν από δελτία τύπου, ανακοινώσεις, εκθέσεις και γνωστοποιήσεις που καταχωρήθηκαν στην επίσημη ιστοσελίδα του ΧΑΑ. Η χρονική περίοδος που τα στοιχεία αυτά αφορούν, είναι οκτώ (8) έτη, το διάστημα 31-12-2001 έως 31-7-2009. Τα στοιχεία αυτά διασταυρώθηκαν και συμπληρώθηκαν (σε περιπτώσεις που δεν ήταν πλήρη) και από άλλες πηγές, κυρίως οικονομικές ιστοσελίδες αλλά και από τις ιστοσελίδες των εταιριών που αφορούν (βλ.πηγές). Για κάθε συγχώνευση, βρέθηκε, η ημερομηνία που οι επιχειρήσεις ανακοινώνουν για πρώτη φορά την πρόθεσή τους για συγχώνευση (Πρόθεση), η ημερομηνία που οι γενικές συνελεύσεις των επιχειρήσεων εγκρίνουν τα σχέδια της συγχώνευσης (Εγκριση), και η ημερομηνία έγκρισης της συγχώνευσης από το υπουργείο ανάπτυξης (Ολοκλήρωση). Βρέθηκαν επίσης ο κλάδος δραστηριοποίησης, των

εταιριών που συγχωνεύονται, ενώ καταγράφηκε και η σχέση της απορροφώμενης με την απορροφώσα εταιρία (θυγατρική ή όχι).

Περιγραφή δείγματος

Στο αρχικό δείγμα που καταγράφηκε, δεν λήφθηκαν υπόψιν ανακοινώσεις εισηγμένων που αφορούσαν σε συγχωνύσεων μεταξύ θυγατρικών τους, οι οποίες δεν ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Αφαιρέθηκαν επίσης από το δείγμα συγχωνεύσεις για τις οποίες οι πληροφορίες που βρέθηκαν δεν ήταν επαρκείς και περιπτώσεις στις οποίες μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, δεν διαπραγματευόταν κάποια εκ των συγχωνευόμενων εταιριών στο χρηματιστήριο.

Για λόγους αξιοπιστίας και εγκυρότητας της μελέτης, από το αρχικό δείγμα εξαιρέθηκαν επίσης συγχωνεύσεις εταιριών οι μετοχές των οποίων δεν είχαν επαρκή χρηματιστηριακή δραστηριότητα πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης. Επίσης εξαιρέθηκαν από τα αποτελέσματα μετοχές οι οποίες διαπραγματεύονταν λιγότερο του ενός έτους, πριν από το κάθε οικονομικό γεγονός (για τεχνικούς λόγους). Ακόμα, εξαιρέθηκαν περιπτώσεις στις οποίες κατά τη συγγραφή της έρευνας αυτής, δεν υπάρχει εγκριτική απόφαση από τους αρμόδιους φορείς, και συγχωνεύσεις οι οποίες δεν πραγματοποιήθηκαν λόγω ακύρωσής τους από τις ίδιες τις υπο συγχώνευση επιχειρήσεις.

Το τελικό δείγμα* που χρησιμοποιείται, αποτελείται από 153 πραγματοποιηθείσες συγχωνεύσεις επιχειρήσεων. Για κάθε συγχώνευση, μία τουλάχιστον εκ των εταιριών που εμπλέκεται στη συγχώνευση, ήταν εισηγμένη στο Χρηματιστήριο αξιών Αθηνών πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της συγχώνευσης. Στο τελικό δείγμα των 153 συγχωνύσεων που χρησιμοποιούνται, υπάρχουν 151 εισηγμένες απορροφώσες και 40 εισηγμένες απορροφώμενες.

*Στο παράρτημα -2- παρουσιάζεται αναλυτικά το τελικό δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό των αποτελεσμάτων.

Σε αρκετές περιπτώσεις, η απορροφώσα επιχείρηση προβαίνει σε πράξη συγχώνευσης με παραπάνω από μία εταιρία ταυτόχρονα, ενώ στο δείγμα μας παρατηρείται συχνά το φαινόμενο κατά το οποίο η ίδια επιχείρηση να πραγματοποιεί περισσότερες από μία συγχωνεύσεις την οκταετία 2001-2009 που εξετάζουμε.

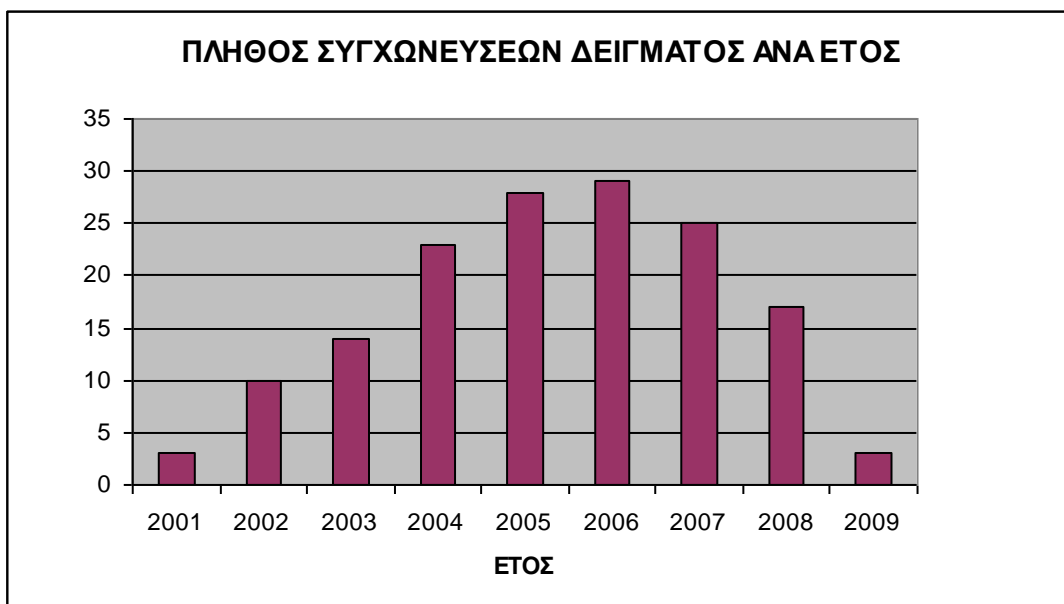
Ανάλυση δείγματος

Στον πίνακα 2 και στο γράφημα 3 φαίνεται η κατανομή του πλήθους των συγχωνεύσεων ανά έτος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΕΤΟΣ	
ΕΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ
2001	3
2002	10
2003	14
2004	23
2005	28
2006	29
2007	25
2008	17
2009	3

Στον πίνακα 2 παρουσιάζεται η κατανομή ανά έτος ολοκλήρωσης του πλήθους των συγχωνεύσεων του δείγματός.

ΓΡΑΦΗΜΑ 3: ΔΕΙΓΜΑΤΙΚΟ ΠΛΗΘΟΣ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΑΝΑ ΕΤΟΣ



Στο γράφημα 3 παρουσιάζεται η κατανομή ανά έτος ολοκλήρωσης των συγχωνεύσεων του δείγματος

Από το σύνολο των 153 συγχωνεύσεων, οι 97 αφορούν απορρόφηση θυγατρικών εταιριών, ενώ οι υπόλοιπες 55 αφορούν συγχωνεύσεις μεταξύ εταιριών χωρίς προηγούμενη μεταξύ τους σχέση (για μία περίπτωση δεν ήταν σαφής η σχέση).

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η σχέση των κλάδων δραστηριοποίησης απορροφώσας και απορροφώμενης επιχείρησης. Στη συντριπτική τους πλειοψηφία, δηλαδή σε 109 περιπτώσεις οι απορροφώσες επιχειρήσεις, πραγματοποιούν οριζόντια ολοκλήρωση, απορροφώντας επιχείρηση του ίδιου κλάδου. Από τις υπόλοιπες περιπτώσεις, οι 34 αφορούν κάθετη ολοκλήρωση, δηλαδή η απορροφώμενη ανήκει σε κλάδο διαφορετικό αλλά συμπληρωματικό στη παραγωγική διαδικασία της απορροφώσας, ενώ 9 περιπτώσεις αφορούν συγχωνεύσεις επιχειρήσεων σε ενιαία οργανωτική δομή από διαφορετικούς κλάδους, των οποίων οι δραστηριότητες δεν συνδέονται μεταξύ τους. (για μία περίπτωση δεν ήταν σαφής η σχέση)

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΕΤΟΣ	
	ΠΛΗΘΟΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ
ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΕΣ	151*
ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΕΣ	40
ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ	97**
ΜΗ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ	55**
ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ	109***
ΚΑΘΕΤΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ	34***
ΕΤΑΙΡΟΚΛΗΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	9***

Στον πίνακα 3 παρουσιάζεται η διάρθρωση του δείγματος. Διαφαίνεται η αναλογία των εισηγμένων εταιριών απορροφώμενων και απορροφουσών, η αναλογία της σχέσης των απορροφώμενων θυγατρικών εναντι των μή θυγατρικών, καθώς και το είδος της ολοκλήρωσης που επιτυγχάνεται για την απορροφώσα εταιρία μέσω της συγχώνευσης

*Σε δύο περιπτώσεις παρατηρήθηκε το φαινόμενο, η απορροφώμενη εταιρία να δίνει το όνομα στην νέα εταιρία που προκύπτει από τη συγχώνευση και να διατηρεί το δικαίωμα διαπραγμάτευσης στο ΧΑΑ

** Για μία περίπτωση, η σχέση θυγατρικότητας μεταξύ απορροφώσας και απορροφώμενης δεν ήταν σαφής.

*** Για μία περίπτωση, η σχέση των κλάδων απορροφώσας και απορροφώμενων δεν ήταν σαφής

ΓΡΑΦΗΜΑ 4: ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑΣ ΚΑΙ ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ



Το γράφημα 4 παρουσιάζει την επι τοις εκατό αναλογία των θυγατρικών και των μη θυγατρικών απορροφουσών εταιριών επι του συνόλου των συγχωνεύσεων. Το γράφημα προκύπτει από τα δεδομένα του πίνακα 3

ΓΡΑΦΗΜΑ 5: ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑΣ ΚΑΙ ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ



Το γράφημα 5 παρουσιάζει την επί τοις εκατό αναλογία των σχέσεων των κλάδων, απορροφώμενων και απορροφουσών εταιριών, επί του συνόλου των συγχωνεύσεων. Το γράφημα προκύπτει από τα δεδομένα του πίνακα 3

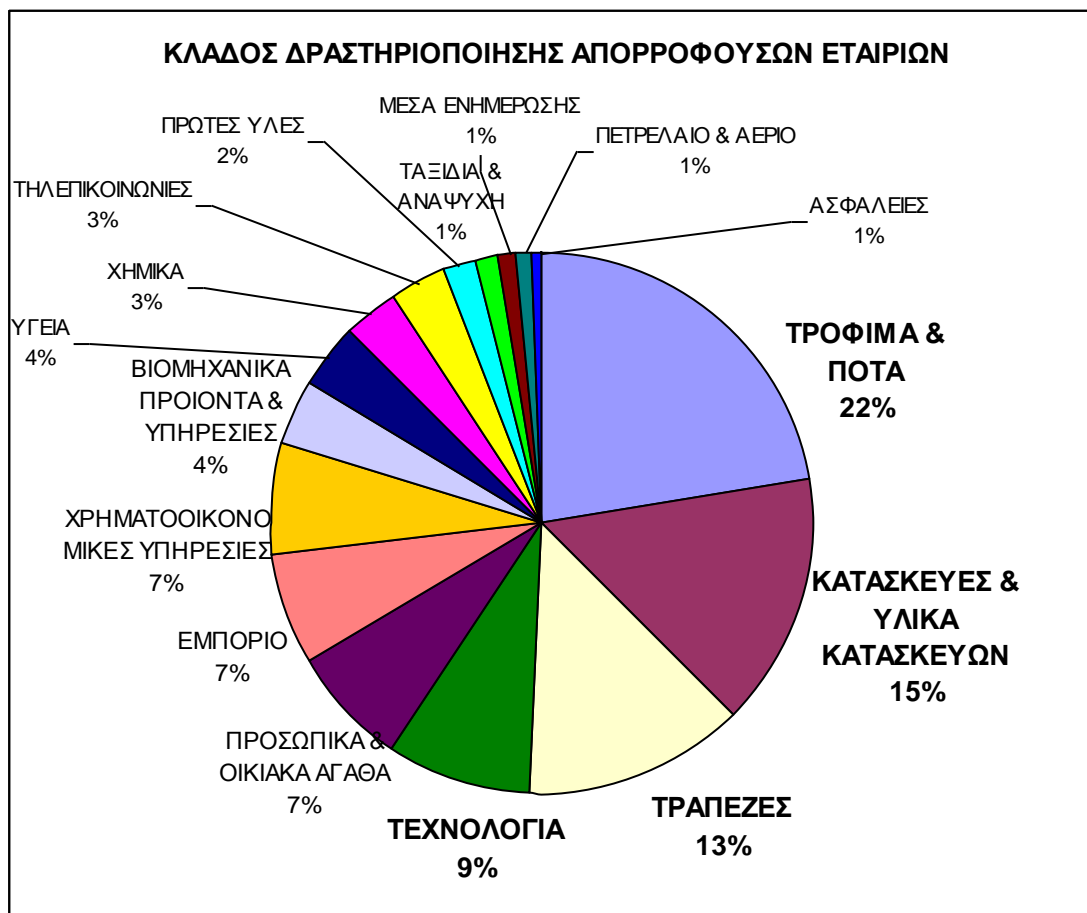
Κατηγοριοποιώντας τις απορροφώσες επιχειρήσεις ανά κλάδο (πίνακας 4), διαφαίνεται ότι οι περισσότερες αφορούν τους κλάδους των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, κατασκευές και υλικά κατασκευών, τραπεζών, τροφίμων και ποτών, και τεχνολογίας. Όσον αφορά τις απορροφώμενες επιχειρήσεις (πίνακας 4), παρατηρείται ότι οι περισσότερες αφορούν τους κλάδους των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, κατασκευές και υλικά κατασκευών, τροφίμων και ποτών, και τεχνολογίας

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ ΓΙΑ ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

ΚΛΑΔΟΣ ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΑΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	ΚΛΑΔΟΣ ΑΠΟΡΡΟΦΟΜΕΝΗΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	0	ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	3
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	1	ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	0
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	6	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	5
ΕΜΠΟΡΙΟ	10	ΕΜΠΟΡΙΟ	9
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	23	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	21
ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	2	ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ	2
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ	1	ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ	1
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	11	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ	10
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	3	ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	3
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ	2	ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ	4
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	13	ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	11
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	5	ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ	9
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	20	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	4
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ	34	ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ	34
ΥΓΕΙΑ	6	ΥΓΕΙΑ	4
ΧΗΜΙΚΑ	5	ΧΗΜΙΚΑ	5
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	10	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	27

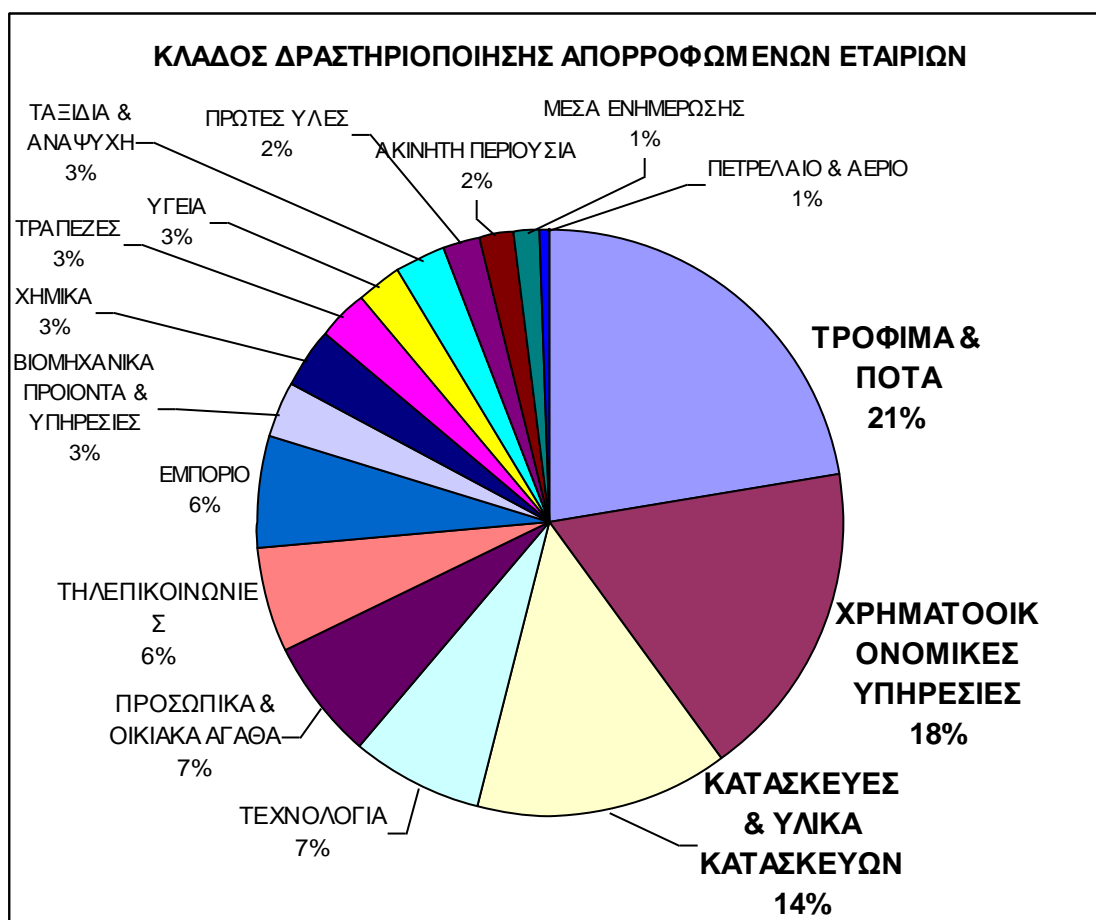
Στον πίνακα 4 παρουσιάζεται η κατανομή ανά κλάδο του πλήθους των συγχωνεύσεων του δείγματός, για τις απορροφώσες και τις απορροφώμενες εταιρίες.

ΓΡΑΦΗΜΑ 6: ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ



Στο γράφημα 6 παρουσιάζονται οι κλάδοι δραστηριοποίησης των απορροφουσών εταιριών ως ποσοστό επί του συνόλου. Το γράφημα προκύπτει από τα δεδομένα του πίνακα 4

ΓΡΑΦΗΜΑ 7: ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ



Στο γράφημα 7 παρουσιάζονται οι κλάδοι δραστηριοποίησης των απορροφώμενων εταιριών ως ποσοστό επι του συνόλου. Το γράφημα προκύπτει από τα δεδομένα του πίνακα 4

ΜΕΡΟΣ Δ'

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ:

Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ "ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΑΝΤΩΝ" (EVENT STUDY METHODOLOGY)

Εισαγωγή

Η μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων, αποτελεί την πιο αξιόπιστη μέθοδο εξέτασης της συμπεριφοράς των μετοχών εταιριών (δηλ. Τις έκτακτες αποδόσεις τους), πριν και μετά από οικονομικά γεγονότα όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές. Διακρίνουμε την ανάλυση σε short-horizon και σε long-horizon (κατά μ.ο. 12 μήνες) γύρω από την ανακοίνωση. Για την αξιοπιστία της ανάλυσης, ορισμένες προϋποθέσεις πρέπει να θεωρούνται δεδομένες, όπως το γεγονός ότι η τιμή της μετοχής αντικατοπτρίζει τις προεξοφλημένες μελλοντικές χρηματικές ροές, η αποτελεσματική πληροφόρηση των επενδυτών και η ορθολογική συμπεριφορά τους. [Eckbo 2007]

Κριτική -Σύγκριση μεθοδολογιών

Οι χρηματιστηριακές αντιδράσεις σε ανακοινώσεις συγχωνεύσεων μπορούν να βοηθήσουν στην πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών των συγχωνεύσεων στην περίπτωση που οι αγορές είναι λειτουργούν αποτελεσματικά. Αυτή η προσέγγιση, που καλείται «μέθοδος ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων», έκανε την εμφάνισή της στα χρηματοοικονομικά τη δεκαετία των 1970s, και είναι ευρέως αποδεκτή. Ωστόσο, πολλοί οικονομολόγοι - ειδικότερα οι οικονομολόγοι της βιομηχανικής

οργάνωσης - είναι δύσπιστοι για τα τεκμήρια των αποτελεσματικών αγορών και την ικανότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών να προβλέπουν σωστά τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων (βλ. Fama (1998) και Shiller (2003) για τις δύο αντίθετες απόψεις πάνω στην υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών.)

Ωστόσο, υπάρχουν μελέτες όπως αυτή των Duso, Gugler και Yurtoglu (2007) οι οποίες δείχνουν ότι οι αγορές προβλέπουν με αρκετά μεγάλη ακρίβεια τα αποτελέσματα μίας συγχώνευσης, και ορθά προεξοφλούν τα μελλοντικά κέρδη τους. Οι Duso, Neven, and Röller (2007) επίσης αναλύουν τα υπέρ και τα κατά της μεθοδολογίας των event study.

Μια δεύτερη προσέγγιση έχει προχωρήσει παράλληλα στη διεθνή βιβλιογραφία για τη μέτρηση των επιπτώσεων των συγχωνεύσεων, και είναι αυτή που βασίζεται σε λογιστικά στοιχεία. Μετά την πρωτοποριακή εργασία του Dennis Mueller (1980), πολλές μελέτες κατά τις δύο επόμενες δεκαετίες προσπάθησαν να αξιολογήσουν τις συγχωνεύσεις μέσω της σύγκρισης των επιδόσεων των συγχωνευομένων εταιρειών με την ομάδα ελέγχου των μη συγχωνευόμενων επιχειρήσεων με τη σύγκριση μεταξύ των προ-και μετα - τη συγχώνευση κερδών. Ωστόσο, η προσέγγιση αυτή έχει επίσης επικριθεί λόγω της αυξανόμενης δυσπιστίας των λογιστικών δεδομένων. Ως εκ τούτου, τίθεται το ερώτημα κατά πόσον οι δύο αυτές προσεγγίσεις οδηγούν σε πολύ διαφορετικά συμπεράσματα. [Duso, Gugler και Yurtoglu]

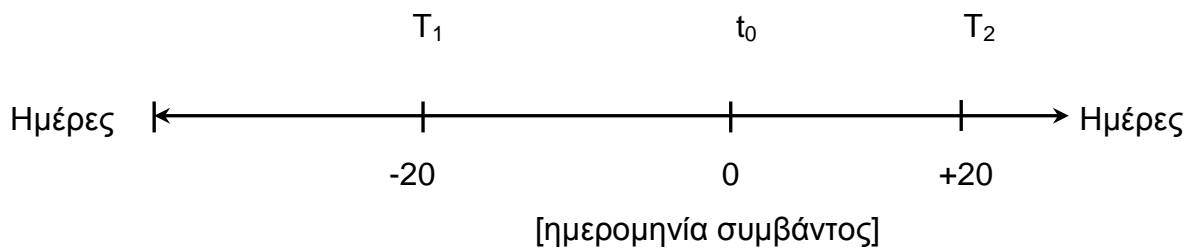
Σε αντίθεση με μεθόδους που βασίζονται σε λογιστικο-οικονομική αποτίμηση, η μέθοδος που θα ακολουθήσουμε, έχει ένα σημαντικό πλεονέκτημα: Δίνει την δυνατότητα προβλεψής της εξέλιξης της οικονομικής αυτής πράξης, αφού μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, προεξοφλούνται τα έκτακτα μελλοντικά κέρδη. Ως εκ τούτου, η μέθοδος της ανάλυσης «επιχειρηματικών συμβάντων» (event study methodology), ενδείκνυται για τη μελέτη των έκτακτων αποδόσεων που επιφέρουν ανακοινώσεις εξαγοράς και συγχώνευσης εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων.

Η μεθοδολογία της "ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων" (event study methodology), Brown - Warner (1980, 1985)

Σύμφωνα με την μέθοδο ανάλυσης "επιχειρηματικών συμβάντων" (event study methodology), εξετάζουμε τις επιπτώσεις στις αποδόσεις των μετοχών, λόγω θετικών και αρνητικών ειδήσεων και γεγονότων, τα οποία ονομάζονται "επιχειρηματικά συμβάντα". Σύμφωνα με τους Fama et al (1969), η εν λόγω μέθοδος προϋποθέτει την *επαρκώς αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς* προκειμένου οι επενδυτές να μπορούν να εκτιμήσουν τη σημασία της νέας πληροφόρησης και των πραγματικών γεγονότων ώστε να ενσωματώσουν πλήρως τις προσδοκίες τους στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών. Ουσιαστικά, με την παρούσα μέθοδο, θεωρούμε ότι οι επενδυτές διαθέτουν αρκετή πληροφόρηση, προκειμένου να προεξοφλήσουν το βαθμό αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας μιας συγχώνευσης την ημέρα που ανακοινώνεται η πρόθεση ή που υπογράφεται η σύμβαση. Υπό αυτές τις προϋποθέσεις, αντιστοιχούμε τις αθροιστικές υπερκανονικές χρηματιστηριακές αποδόσεις ("υπεραποδόσεις") της περιόδου του "επιχειρηματικού συμβάντος" με τις συνέργιες και την βελτιωμένη κερδοφορία που προσδοκάται μέσω της συγχώνευσης. Η κερδοφορία της συγχώνευσης στην προκειμένη περίπτωση μελετάται υπό το πρίσμα της ορθότητας των αποφάσεων της διοίκησης και της ακόλουθης αύξησης του πλούτου των μετόχων. Χρησιμοποιώντας την μέθοδο "Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων" (event study methodology), όπως περιγράφεται από τους Brown και Warner(1980, 1985), υπολογίζουμε τις "υπεραποδόσεις" (Abnormal Returns) που προκάλεσε κάθε "συμβάν" που σχετίζεται με την εξαγορά ή συγχώνευση. Οι "υπεραποδόσεις" υπολογίζονται ακολουθώντας την παρακάτω διαδικασία:

I. Ορίζουμε τα σημαντικότερα "συμβάντα" (events) που σχετίζονται με κάθε οικονομικό γεγονός και την ημερομηνία στην οποία συνέβη το καθένα.

II. Για κάθε "συμβάν", ορίζουμε ένα χρονικό διάστημα (event window) $[T_1, T_2]$ και θεωρούμε ότι αυτό πραγματοποιείται στο μέσο ($t=0$) του παραπάνω διαστήματος.



III. Εκτιμούμε την "κανονική απόδοση" (Normal Return) που θα είχε η μετοχή κάθε εταιρείας για το διάστημα $[T_1, T_2]$ εάν δεν συνέβαινε κανένα γεγονός που να σχετίζεται με ενδεχόμενη συγχώνευση ή εξαγορά. Η "κανονική απόδοση" (Normal Return = \hat{R}_{it}) εκτιμάται για πλήθος L παρατηρήσεων, μέχρι την ημερομηνία T_1-1 . Η εν λόγω μέθοδος βασίζεται στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model) και σύμφωνα με αυτή, η κανονική απόδοση της μετοχής κάθε εταιρείας περιγράφεται από μία γραμμική σχέση ανάμεσα στην απόδοση κάθε μετοχής και στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου της αγοράς (market portfolio), όπως παρουσιάζεται στην εξίσωση (1).

$$(1) \quad R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i * R_{mt} + e_{it}$$

R_{it} : η εκτιμώμενη απόδοση της μετοχής της εταιρείας i την ημερομηνία t .

R_{mt} : η απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημερομηνία t .

β_i : ο συντελεστής 'βήτα' της μετοχής i .

e_{it} : το στατιστικό σφάλμα, με $E(e_{it})=0$ και $Var(e_{it})=\sigma_{ei}^2$

IV. Υπολογίζουμε για κάθε ημέρα της περιόδου $[T_1, T_2]$ τη διαφορά ανάμεσα στην πραγματική απόδοση R_{it} και στην απόδοση που θα είχε η μετοχή εάν οι όροι $\hat{\alpha}_i$ και $\hat{\beta}_i$ παρέμεναν ως είχαν για τις L παρατηρήσεις και για την περίοδο $[T_1, T_2]$. Η διαφορά αυτή είναι η "υπεραπόδοση" (Abnormal Return: AR_{it}).

$$(2) \quad AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i * R_{mt}), \text{ με } Var(AR_{it}) \approx \sigma_{ei}^2$$

Θεωρούμε ότι $AR_{it} \sim N(0, \text{Var}(AR_{it}))$.

$$\text{Var}(AR_{it}) = \sigma_{ei}^2 + \frac{1}{L} \left[1 + \frac{(R_{mt} - \overline{R_m})^2}{\sigma_m^2} \right],$$

με L την χρονική περίοδο που χρησιμοποιούμε για την εκτίμηση της "κανονικής απόδοσης" που θα είχε η μετοχή για το διάστημα $[T_1, T_2]$. Για $L=200$, θεωρούμε ότι $\text{Var}(AR_{it})$ τείνει στο σ_{ei}^2 , δηλαδή ότι $\text{Var}(AR_{it}) \approx \sigma_{ei}^2$.

V. Υπολογίζουμε την "σωρευτική υπεραπόδοση" (Cumulated Abnormal Return: CAR_i), η οποία είναι η συνολική υπεραπόδοση που απολαμβάνουν οι μέτοχοι κάθε μεμονωμένης εταιρείας (i) για όλο το διάστημα $[T_1, T_2]$. Ουσιαστικά μέσω της σωρευτικής υπεραπόδοσης ελέγχουμε εάν η επίδραση του επιχειρηματικού συμβάντος στις χρηματιστηριακές αποδόσεις κάθε μετοχής είναι συνεχής.

$$(3) \quad CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}, \text{ με } \text{Var}[CAR_i(T_1, T_2)] = (T_2 - T_1 + 1) * \sigma_{ei}^2$$

Θεωρούμε ότι $CAR_i \sim N(0, \sigma_i^2(T_1, T_2))$ και ελέγχουμε για τη στατιστική σημαντικότητα $H_0 : CAR_i = 0$, έναντι της εναλλακτικής $H_1 : CAR_i \neq 0$.

Εκτιμούμε το $t = \frac{CAR_i}{\sqrt{\text{Var}[CAR_i(T_1, T_2)]}}$ και συγκρίνουμε με την $t_{critical}$

VI. Στην περίπτωση που ενδιαφερόμαστε για την "μέση σωρευτική υπεραπόδοση" CAAR (Cumulative Average Abnormal Return), όπου N το πλήθος των "επιχειρησιακών συμβάντων", εκτιμούμε μέσω της (4).

$$(4) \quad CAAR(T_1, T_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(T_1, T_2), \quad \text{με}$$

$$\text{Var}[CAAR(T_1, T_2)] = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(T_1, T_2)$$

Θεωρούμε ότι $CAAR \sim N(0, \sigma_i^2 (T_1, T_2))$ και ελέγχουμε για τη στατιστική σημαντικότητα $H_0 : CAAR = 0$, έναντι της εναλλακτικής $H_1 : CAAR \neq 0$.

Εκτιμούμε το $t = \frac{CAAR}{\sqrt{\text{Var}[CAAR(T_1, T_2)]}}$ και συγκρίνουμε με την t_{critical} .

Η μεθοδολογία

Σημαντικό ρόλο στη μεθοδολογία που ακολουθήθηκε, λαμβάνουν οι ημερομηνίες ανακοίνωσης της συγχώνευσης στα ΜΜΕ. Στην πράξη η φημολογία και οι διαρροές περι ενδεχόμενης συγχώνευσης, δημιουργούν φαινόμενα ασύμμετρης πληροφόρισης στο επενδυτικό κοινό, και θεωρούμε ότι πραγματοποιούνται αγοραπωλησίες μετοχών λόγω φημών. Πολλές φορές όμως οι φήμες δεν επιβεβαιώνονται.

Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης, ακολουθήθηκε μεθοδολογία που βασίζεται στην παραπάνω μεθοδολογία. Αφού επιλέχθηκε το δείγμα, σύμφωνα με αυτά που περιγράφηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο, ορίσθηκαν 3 σημαντικά συμβάντα που σχετίζονται με κάθε συγχώνευση: Η ημερομηνία πρώτης ανακοίνωσης (ανακοίνωση πρόθεσης συγχώνευσης), η ημερομηνία έγκρισης (απο τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων) και την ημερομηνία ολοκλήρωσης της συγχώνευσης (έγκριση από υπουργείο ανάπτυξης και νομαρχίες).

Για να αποφευχθούν προβλήματα κατά την εφαρμογή της μεθοδολογίας αποκλείσθηκαν από το δείγμα μετοχές που είχαν πολύ μικρό ή ανύπαρκτο αριθμό ημερών συναλλαγής.

Αφού καταγράφηκαν οι ημερομηνίες για τα συμβάντα αυτά, ορίστηκαν χρονικά διαστήματα, τα οποία παρουσιάζουν ειδικό ενδιαφέρον για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων: Για τις απορροφώσεις, μία εβδομάδα μετά από κάθε συμβάν $[0,+7]$ και επίσης το διάστημα από μία εβδομάδα έως ενός μήνα $[+7,30]$ μετά την ολοκλήρωση, ενώ για τις απορροφώμενες μια εβδομάδα μετά από την ημερομηνία πρόθεσης και έγκρισης, και μία εβδομάδα $[-7,0]$, και ένα μήνα $[-30,0]$ πριν την

ημερομηνία ανακοίνωσης της πρόθεσης. Τα χρονικά αυτά διαστήματα, ορίστηκαν με βασικό κριτήριο την εξακρίβωση των σημαντικότερων ευρημάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας. Στη συνέχεια, εκτιμήθηκε η κανονική απόδοση για τις εισηγμένες απορροφώσεις και απορροφώμενες εταιρίες για τα χρονικά αυτά διαστήματα, σύμφωνα με τον τύπο (1) της μεθοδολογίας ανάλυσης «επιχειρηματικών συμβάντων».

Για τον υπολογισμό της κανονικής απόδοσης, καταρχήν υπολογίστηκε ο συντελεστής «βήτα» για κάθε μετοχή. Για χρονικό διάστημα [-380,-20] υπολογίστηκε η ποσοστιαία μεταβολή των μετοχών. Από τα αποτελέσματα αυτά, αφαιρέθηκε το ημερήσιο ακίνδυνο επιτόκιο και με αυτόν τον τρόπο υπολογίστηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα. Αντίστοιχα, υπολογίστηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου (R_{mt}). Από την παλλινδρόμηση των πρώτων αποδόσεων, πάνω στις δεύτερες, για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα υπολογίζεται ο συντελεστής «βήτα» για την μετοχή, ο οποίος εκφράζει την ελαστικότητα της μεταβολής της τιμής της μετοχής ως προς την μεταβολή του δείκτη του χρηματιστηρίου. Βάσει του συντελεστή «βήτα» και λαμβάνοντας τιμές του γενικού δείκτη R_{mt} και του ακίνδυνου επιτοκίου R_{ft} εκτιμούμε την κανονική απόδοση της μετοχής για το διάστημα που επιθυμούμε σύμφωνα με τον τύπο $R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + e_{it}$. Ουσιαστικά, η εκτίμηση της κανονικής απόδοσης βασίζεται στη συμπεριφορά των δεικτών του προηγούμενου έτους, εκμηδενίζοντας την επίδραση άλλων παραγόντων που επιρραάζουν την πορεία όλων των μετοχών. Διευκρινιστικά, κανονική απόδοση, εννοείται η απόδοση που προβλέπεται για μία μετοχή αν δεν συμμετείχε η υπο συγχώνευση εταιρία σε διαδικασίες συγχώνευσης. Αφού εκτιμήθηκε η κανονική απόδοση, υπολογίζεται η διαφορά μεταξύ της πραγματικής απόδοσης, από την εκτιμηθείσα κανονική απόδοση, και με αυτόν τον τρόπο, υπολογίζεται η έκτακτη απόδοση για το υπο εξέταση διάστημα.

ΜΕΡΟΣ Ε΄

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Σχολιασμός αποτελεσμάτων

Όπως φαίνεται και από τον συγκεντρωτικό πίνακα, τα αποτελέσματα είναι σε γενικές γραμμές αναμενόμενα και συμβατά με αυτά των αντίστοιχων μελετών της διεθνούς βιβλιογραφίας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5: ΣΥΓΚΕΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ - ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ		
	ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΕΣ	ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΕΣ
ΠΡΟΘΕΣΗ [-30,0]		1,62%
ΠΡΟΘΕΣΗ [-7,0]		1,17%
ΠΡΟΘΕΣΗ [0,+7]	-0,45%	-0,08%
ΕΓΚΡΙΣΗ [0,+7]	-1,01%	-0,33%
ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ [0,+7]	-0,99%	*
ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ [+7,+30]	-1,14%	*

Ο πίνακας 5 παρουσιάζει τις μέσες αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις του συνόλου του δείγματος, για απορροφώσες και απορροφώμενες εταιρίες, για κάθε χρονικό διάστημα του εκάστοτε οικονομικού γεγονότος που ορίστηκε. Όλα τα αποτελέσματα είναι μή-στατιστικά σημαντικά αποτέλεσμα που προέκυψε έπειτα από έλεγχο t σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%

**Δεν υπολογίστηκαν επειδή απορροφώμενες επιχειρήσεις δεν διαπραγματεύοντουσαν στο ΧΑΑ για χρονικά διαστήματα μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης.*

Σε αυτόν τον πίνακα, φαίνεται πως οι απορροφώμενες επιχειρήσεις έχουν κατά μέσο όρο μεγαλύτερες έκτακτες αποδόσεις έναντι των απορροφουσών επιχειρήσεων.

Οι χαμηλές και αρνητικές τιμές των έκτακτων αποδόσεων για τις απορροφώσες εταιρίες είναι αναμενόμενες. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω και σύμφωνα με τα

ευρήματα της διεθνούς βιβλιογραφίας, οι απορροφώσες εταιρίες έχουν πάντα χαμηλότερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες των απορροφώμενων λόγω του ότι ο ανταγωνισμός δεν επιτρέπει στις μεγάλες επιχειρήσεις (από τις οποίες ως επί το πλείστον προέρχονται οι αγοράζουσες επιχειρήσεις) να πραγματοποιήσουν συμφωνίες συγχώνευσης με μεγάλα κέρδη. Έτσι οι μικρές επιχειρήσεις που αποτελούν τις επιχειρήσεις-στόχο των εξαγορών καρπώνονται το μεγαλύτερο μέρος από το όφελος που προκύπτει από τις συμφωνίες συγχωνεύσεων.

“Τα αποτελέσματα από τη διεθνή βιβλιογραφία παρουσιάζουν έντονο ενδιαφέρον και εγείρουν ερωτήματα σχετικά με το τι αναμένει κανείς να βρει σε αναπτυσσόμενες αγορές όπως η Ελληνική. Συγκεκριμένα, σε χώρες με ασθενή αγορά επιχειρηματικών μεταβολών ο ανταγωνισμός είναι λιγότερο έντονος και συνεπώς είναι πιθανόν να παρέχεται η δυνατότητα να αποκομίζουν κέρδη όχι μόνον οι αγοραζόμενες αλλά και οι αγοράζουσες επιχειρήσεις.”
[Πρωτόπαπας, Τραυλός, Τσαγκαράκης]

Εντούτοις, στο δείγμα που χρησιμοποιήθηκε, πολλές από τις απορροφώσες εταιρίες είχαν σχέση θυγατρικότητας με τις απορροφώσες εταιρίες. Η εμφάνιση χαμηλών αποδόσεων, ενδεχομένως να οφείλεται στη σχέση αυτή των εταιριών, αφού σε συγχωνεύσεις εταιριών με σχέση θυγατρικότητας, δεν προκύπτουν μεγάλης έκτασης αλλαγές, στην οικονομική κατάσταση των εταιριών και δεν παρουσιάζονται σημαντικές ευκαιρίες από τις οποίες να προκύπτουν έκτακτα κέρδη.

Στην προσπάθεια μας να εξηγήσουμε τις χαμηλές σχετικά αποδόσεις, ειδικά των απορροφώμενων εταιριών, υπολογίστηκαν ξεχωριστά οι αποδόσεις για τις συγχωνεύσεις μεταξύ θυγατρικών και για τις συγχωνεύσεις μεταξύ μη θυγατρικών, με σκοπό να εξακριβωθεί αν η σχέση μεταξύ των υπο συγχώνευση εταιριών, επιρρεάζει τις έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν. Ωστόσο, τα αποτελέσματα μας που παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα, δεν δικαιολογούν την άποψη αυτή καθώς τα αποτελέσματα των συγχωνεύσεων μεταξύ θυγατρικών δεν διαφέρουν ουσιαστικά από αυτά των μη θυγατρικών (δεν δείχνουν κάποια «τάση»). Συνεπώς, η διάρθρωση του δείγματος δεν αποτελεί εξήγηση για τα χαμηλά αποτελέσματα που προέκυψαν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6 ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΜΗ ΘΥΓΑΤΡΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

	ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΕΣ		ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΕΣ	
	ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ	ΜΗ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ	ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ	ΜΗ ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ
ΠΡΟΘΕΣΗ [0,+7]	-0,59%	-0,09%	0,17%	0,41%
ΕΓΚΡΙΣΗ [0,+7]	0,42%	-1,03%	-2,30%	0,57%
ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ [0,+7]	-0,68%	-1,60%	1,84%	-0,03%
ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ [+7,+30]	-1,17%	-6,85%	-1,11%	0,04%

Ο πίνακας 6 παρουσιάζει τις μέσες αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για κάθε υποσύνολο του δείγματος, για απορροφώσες και απορροφώμενες εταιρίες, για κάθε χρονικό διάστημα του εκάστοτε οικονομικού γεγονότος που ορίστηκε. Το δείγμα, χωρίστηκε σε δυο υποσύνολα με κριτήριο την υπαρξη ή όχι, σχέσης θυγατρικότητας μεταξύ απορροφώσας και απορροφώμενης εταιρίας. Όλα τα αποτελέσματα είναι μή-στατιστικά σημαντικά, αποτέλεσμα που προέκυψε έπειτα από έλεγχο t σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%

Στον παρακάτω πίνακα, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων χωριστά για κάθε είδους ολοκλήρωση που επιτυγχάνεται με την συγχώνευση (οριζόντια, κάθετη ή διαγώνια). Όπως διαφαίνεται, από τα αποτελέσματα, προκύπτουν σημαντικές ενδείξεις ότι η σχέση μεταξύ των κλαδων των απορροφώμενων και των απορροφουσών επιχειρήσεων αποτελεί παράγοντα που διαφοροποιεί ουσιαστικά τις έκτακτες αποδόσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7 ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΓΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΙΔΙΟΥ ΚΛΑΔΟΥ, ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΩΝ ΑΛΛΑ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΚΛΑΔΩΝ

	ΑΠΟΡΡΟΦΩΣΕΣ			ΑΠΟΡΡΟΦΩΜΕΝΕΣ		
	ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ	ΚΑΘΕΤΗ	ΔΙΑΓΩΝΙΑ	ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ	ΚΑΘΕΤΗ	ΔΙΑΓΩΝΙΑ
ΠΡΟΘΕΣΗ [0,+7]	-0,07%	0,37%	-4,68%	-0,07%	*	*
ΕΓΚΡΙΣΗ [0,+7]	-1,34%	0,58%	-3,32%	-0,85%	*	*
ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ [0,+7]	-1,40%	0,34%	-0,49%	-0,38%	-0,57%	*
ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ [+7,+30]	-2,67%	-1,51%	*	0,65%	-3,30%	*

Ο πίνακας 7 παρουσιάζει τις μέσες αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για κάθε υποσύνολο του δείγματος, για απορροφώσες και απορροφώμενες εταιρίες, για κάθε χρονικό διάστημα του εκάστοτε οικονομικού γεγονότος που ορίστηκε. Το δείγμα, χωρίστηκε σε τρία υποσύνολα με κριτήριο το είδος της ολοκλήρωσης που επιτυγχάνεται, δηλαδή της σχέσης των κλάδων δραστηριοποίησης απορροφώσας και απορροφώμενης εταιρίας. Όλα τα αποτελέσματα είναι μη-στατιστικά σημαντικά, αποτέλεσμα που προέκυψε έπειτα από έλεγχο *t* σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%

* το δείγμα ήταν μικρό σε πλήθος παρατηρήσεων μη αξιόπιστο για εξαγωγή συμπερασμάτων.

Τέλος, υπολογίστηκαν οι έκτακτες αποδόσεις ανά κλάδο για τις απορροφώσες εταιρίες. Συγκεκριμένα υπολογίστηκαν οι έκτακτες αποδόσεις από κλάδους που είχαν απαιτούμενο πλήθος παρατηρήσεων στο δείγμα μας. Από τα αποτελέσματα αυτά, προέκυψε ότι ο κλάδος όντως επηρεάζει τα έκτακτα αποτελέσματα μιας συγχώνευσης, λόγω των μεγάλων διαφορών που σημειώθηκαν από κλάδο σε κλάδο, όπως φαίνεται στον παρακάτω πίνακα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8: ΣΥΓΚΕΤΡΩΤΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΑΝΑ ΚΛΑΔΟ – ΜΕΣΕΣ ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΑΠΟΡΡΟΦΟΥΣΩΝ

	ΕΜΠΟΡΙΟ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	ΠΡΟΣ. & ΟΙΚ. ΑΓΑΘΑ	ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ	ΧΡΗΜ/ΚΕΣ ΥΠΗΡ.
ΠΡΟΘΕΣΗ [0,+7]	*	0,04%	*	*	-0,58%	0,13%	*
ΕΓΚΡΙΣΗ [0,+7]	*	-0,11%	*	-3,78%	-0,19%	-1,27%	*
ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ [0,+7]	1,53%	0,39%	1,09%	0,17%	0,21%	-2,15%	1,03%
ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ[+7,+30]	19,30%	-8,41%	5,88%	5,20%	0,49%	-0,31%	-8,22%

Ο πίνακας 8 παρουσιάζει τις μέσες αθροιστικές έκτακτες αποδόσεις για κάθε υποσύνολο του δείγματος, για απορροφώσες μόνο εταιρίες, για κάθε χρονικό διάστημα του εκάστοτε οικονομικού γεγονότος που ορίστηκε. Το δείγμα, χωρίστηκε σε υποσύνολα με κριτήριο τον κλάδο δραστηριοποίησης της απορροφώσας εταιρίας. Στους κλάδους στους οποίους βρέθηκε δείγμα ικανοποιητικό - άνω των 10 παρατηρήσεων - υπολογίστηκε η μέση έκτακτη απόδοση. Όλα τα αποτελέσματα είναι μή-στατιστικά σημαντικά, αποτέλεσμα που προέκυψε έπειτα από έλεγχο t σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%.

* το δείγμα ήταν μικρό σε πλήθος παρατηρήσεων μη αξιόπιστο για εξαγωγή συμπερασμάτων.

Σε γενικές γραμμές, στις δυο τελευταίες περιπτώσεις, οι διαφοροποιημένες έκτακτες αποδόσεις, μας προδιαθέτουν στο να θεωρήσουμε ότι υπάρχουν καλύτερες προϋποθέσεις για κερδοφορία μέσω συνεργειών σε ορισμένες περιπτώσεις από ότι σε άλλες. Δηλαδή οι αγορές προβλέπουν ευνοϊκότερες προϋποθέσεις για κερδοφορία σε κάθετες ολοκληρώσεις, στις οποίες παρουσιάζονται σχετικά υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις σε σχέση με τις διαγώνιες και τις οριζόντιες. Αντίστοιχα, για ορισμένους κλάδους, όπως στις κατασκευές και στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, παρατηρούνται εξαιρετικά χαμηλές και αρνητικές έκτακτες αποδόσεις. Σε αυτές τις περιπτώσεις, το τίμημα των συγχώνευσεων θεωρήθηκε σχετικά υψηλό από τις αγορές, σε σχέση με τις συνέργειες που προβλέπονταν για τους συγκεκριμένους κλάδους έναντι των άλλων κλάδων για τους οποίους οι αγορές θεωρούν ότι είναι περισσότερο συμφέρουσες, δηλαδή ότι υπάρχει μεγαλύτερη δυνατότητα εκμετάλλευσης των συνεργειών που προκύπτουν από την συγχώνευση.

Ενδεχομένως όμως τα αποτελέσματα αυτά να οφείλονται απλά στη χαμηλή τιμή αγοράς των μετοχών των αγοραζομένων, σε συγκυριακούς παράγοντες δηλαδή,

όπως από την χαμηλή ρευστότητα τους και γενικά την αδυναμία των απορροφώμενων εταιριών να ανταποκριθούν στον ανταγωνισμό από μόνες τους.

ΜΕΡΟΣ ΣΤ΄

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Συμπεράσματα

Η παρούσα εργασία, εξετάζει την επίδραση των συγχωνεύσεων Ελληνικών επιχειρήσεων στη χρηματιστηριακή τους τιμή. Για τη μελέτη χρησιμοποιήθηκε η θεωρία του υποδείγματος αγοράς, η οποία εξηγεί το πως επιρρεάζεται η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών, από οικονομικά γεγονότα. Η συγκεκριμένη θεωρία, αναφέρει πως οι επενδυτές αναπροσαρμόζουν τις προσδοκίες τους, αναφορικά με την κερδοφορία των εταιρειών, λόγω γεγονότων που συνδέονται με εξαγορές και συγχωνεύσεις, και βάσει της αλλαγής αυτής των προσδοκιών τους, προβαίνουν σε αγοραπωλησίες μετοχών. Οι αγοραπωλησίες αυτές με τη σειρά τους, μεταβάλλουν τη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών. Βάσει των παραπάνω, είναι προφανές ότι οικονομικά γεγονότα, προκαλούν έκτακτες αποδόσεις.

Σειρά μελετών διεθνώς, έχουν προσπαθήσει εμπειρικά να επιβεβαιώσουν τη θεωρία αυτή. Στην πλειοψηφία τους, οι μελέτες αυτές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των απορροφώμενων εταιριών αποκομίζουν έκτακτα κέρδη, στατιστικά σημαντικά, ενώ οι απορροφώσες εταιρίες έχουν άλλοτε έκτακτες μικρές ζημίες, άλλοτε έκτακτα μικρά κέρδη, αμφότερα όμως, μη στατιστικά σημαντικά.

Στο πρακτικό μέρος της μελέτης αυτής, τα συμπεράσματα του οποίου παρουσιάζουν και το μεγαλύτερο ενδιαφέρον έγινε προσπάθεια να αποτυπωθούν αριθμητικά οι έκτακτες αυτές αποδόσεις. Χρησιμοποιώντας στοιχεία της περιόδου 2001-2009, από τιμές εισηγμένων μετοχών στο ΧΑΑ, καταλήξαμε σε συμπεράσματα παρόμοια με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας. Συγκεκριμένα, υπολογίστηκαν οι έκτακτες αποδόσεις για 3 οικονομικά γεγονότα σε κάθε περίπτωση: Της ανακοίνωσης της πρόθεσης για συγχώνευση, της έγκρισης της συγχώνευσης και της ολοκλήρωσης της

συγχώνευσης. Για κάθε περίπτωση, μελετήθηκε το πώς διακυμάνθηκε η τιμή των μετοχών για το διάστημα $[0,+7]$ δηλαδή έως και μία εβδομάδα μετά από το οικονομικό γεγονός. Από τη μελέτη αυτή, προέκυψαν μέσες έκτακτες αποδόσεις της τάξης του για τις απορροφώσεις $-0,45\%$ $-1,01\%$ και $-0,99\%$ ενώ για τις απορροφώμενες προέκυψαν $-0,08\%$ και $-0,33\%$ (για τις απορροφώμενες δεν υπολογίστηκαν έκτακτες αποδόσεις μετά την ολοκλήρωση της συγχώνευσης, αφού οι μετοχές δεν διαπραγματεύονταν στο ΧΑΑ.) Υπολογίστηκε επίσης για τις μετοχές των απορροφουσών επιχειρήσεων και για το διάστημα $[+7,+30]$ μετά την ολοκλήρωση η μέση έκτακτη απόδοση στο $-1,14\%$ και τέλος για τις μετοχές των απορροφώμενων επιχειρήσεων για το διάστημα $[-7,0]$ πριν την ανακοίνωση στο $1,62\%$ και για το διάστημα $[-30,0]$ στο $1,17\%$ αντίστοιχα.

Στη συνέχεια αφού το δείγμα χωρίστηκε σε υποκατηγορίες, εξετάστηκαν επίσης και άλλες παράμετροι οι οποίες παρουσιάζουν ειδικό ενδιαφέρον. Συγκεκριμένα, εξετάστηκε για τα τρία προαναφερθέντα οικονομικά γεγονότα (ανακοίνωση, έγκριση και ολοκλήρωση της συγχώνευσης), το πως επηρεάζονται οι έκτακτες αποδόσεις που προκύπτουν, από την σχέση μεταξύ απορροφουσών και απορροφώμενων επιχειρήσεων (δηλαδή αν οι απορροφώμενες επιχειρήσεις είναι θυγατρικές ή όχι των απορροφουσών), από τον κλάδο δραστηριοποίησης της κάθε εταιρίας που συμμετέχει στις διαδικασίες συγχώνευσης και αν οι συγχωνεύσεις αφορούν επιχειρήσεις ίδιων ή διαφορετικών κλάδων (δηλαδή το είδος της ολοκλήρωσης που επιτυγχάνεται -οριζόντια, κάθετη, διαγώνια -.

Στα αποτελέσματα αυτά παρατηρήθηκαν ουσιαστικές αποκλίσεις, γεγονός που αποτελεί ένδειξη ότι τόσο οι κλάδοι δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων όσο και η σχέση των κλάδων δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων επηρεάζουν σημαντικά τα αποτελέσματα των έκτακτων αποδόσεων. Ωστόσο, όσον αφορά τις έκτακτες αποδόσεις των συγχωνεύσεων θυγατρικών έναντι των μη θυγατρικών απορροφώμενων τα οποία επίσης εξετάστηκαν, δεν παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις, γεγονός το οποίο αποτελεί ένδειξη ότι οι έκτακτες αποδόσεις είναι

ανεξάρτητες της ύπαρξης σχέσης θυγατρικότητας των υπό συγχώνευση επιχειρήσεων.

ΜΕΡΟΣ Ζ΄

ΠΗΓΕΣ

Άρθρα

Banal-Estañol, Seldeslachts (2005) -«Merger Failures» WZB, Markets and Political Economy Working Paper No. SP II 2005-09, σελ 1-5

Bjorn Espen Eckbo (2007) - «Handbook of corporate finance: empirical corporate finance», Vol 1: Empirical Corporate Finance (Handbooks in Finance) σελ 5-6,15

Corrado (2009) -«Event studies: A methodology review», Working Paper Series http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1441581 σελ1-12,25

Damodaran (2005) - «The value of synergy», <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>. σελ 2-7

Dinc, Erel (2009) - «Economic nationalism in Mergers & Acquisitions» Working Paper Series http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1361107, σελ 1-10

Floreani, Rigamonti (2001) - «Mergers and shareholders wealth in the insurance industry», EFMA 2001 Lugano σελ1-3, 7-13

Mantravadi, Reddy (2007) - «Relative size in mergers and operating performance:Indian experience» Economic and Political weekly, vol 42; numb 39, σελ. 3936-3942

Martynova, Renneboog (2006) - «Mergers & Acquisitions in Europe» Discussion Paper 6, σελ 53,54

Mehrotra, Van Schaik, Spronk, Steenbeek (2008) - «Impact of Japanese mergers on shareholders wealth: An analysis of Bidder and Target companies» σελ 1-7, 14-17, 20-21

Parwada, Allen - (2006) «Investors' response to mutual fund company mergers» International Journal of Managerial Finance Vol 2 σελ.125

Salleo (2008) «Mergers & Acquisitions: Old issue, new evidence?» Working Paper Series, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1102406 σελ.1-5

Tomaso Duso, Klaus Gugler, Yurtoglu (2006) - «Is the Event study methodology useful for merger analysis? A comparison of stock market and accounting data» Discussion Papers 163, SFB/TR 15 Governance and the Efficiency of Economic Systems, σελ 1-3, σελ10

Γεωργακοπούλου (2002) - «Εξαγορές και συγχωνεύσεις: Έννοια, βασικές διαστάσεις και συνέπειες για την απασχόληση και τις εργασιακές σχέσεις» Αθήνα, Ο.Τ.Ο.Ε. σελ 1-12

Μανασάκης (2004) - «Εκτίμηση υπερκανονικών αποδόσεων λόγω συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ τραπεζών: η περίπτωση της Ελλάδας» 3^ο ετήσιο συνέδριο συνδέσμου επιστημόνων χρηματοοικονομικής-λογιστικής Ελλάδας (Η.Φ.Α.Α.) 3&3/12/2004 σελ 1-14,19

Πρωτόπαπας, Τραυλός, Τσαγκαράκης (2003)- «Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων στην Ελλάδα: Επίδραση στη χρηματιστηριακή τιμή των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων.» Σπουδαί, τόμος 4^ο σελ.80-87, 102

Διαδουκτιακοί Ιστοτόποι

Συγκωνεύσεις στην Ελλάδα σύμφωνα με το νόμο

<http://www.capital.gr/news.asp?Details=421750>

Συγκωνεύσεις και εξαγορές

http://www.ine.otoe.gr/UpIDocs/tekmiriosi/diafora/exagores_syg.pdf

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα

http://www.ine.otoe.gr/UpIDocs/ekdoseis/euro_2004/enotD5.pdf

Κριτική της μεθόδου ανάλυσης "επιχειρηματικών συμβάντων" (event study methodology)

<http://www.google.com/books?hl=el&lr=&id=I9CTEAZ0IP4C&oi=fnd&pg=PA3&dq=criticism+to+event+studies&ots=meIDRdPbws&sig=gIZ6EddJeDvPPSHReLobOFxopTo#v=onepage&q=criticism%20to%20event%20studies&f=false>

Δεδομένα

<http://www.ase.gr/content/gr/announcements/companiespress/default.asp?cid=-1&CNm=&dtF=1-1-2001&dtT=1-1-2009&Tit=%F3%F5%E3%F7%F9%ED&submit1=%C1%ED%E1%E6%DE%F4%E7%F3%E7&stype=1>

<http://www.kerdos.gr>

<http://www.reporter.gr>

<http://www.pressreleases.gr>

<http://www.in.gr>

<http://www.naftemporiki.gr>

<http://www.epr.gr/subject/category.php?id=10&page=2>

http://www.cyclos.gr/cyclos/MediaArchive/NewsFiles/Plirofories_Gia_Metoxo/%CE%97%CE%94%CE%A4%2007.01.2009.pdf

ΜΕΡΟΣ Η΄

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Παράρτημα -1- Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα (νομοθεσία)

Η συγχώνευση ανωνύμων εταιρειών, πέρα από επιλογή στρατηγικής, αποτελεί αυτοτελώς ένα εγχείρημα με μείζονα οικονομική σημασία, που προϋποθέτει από τις μετασχηματιζόμενες επιχειρήσεις την προσεχτική εξέταση του ευρύτερου νομοθετικού πλαισίου, προτού επιλέξουν τον τρόπο με τον οποίο θα επιχειρήσουν την μεταξύ τους συγχώνευση.

Και αυτό γιατί η διαδικασία της συγχώνευσης δεν διέπεται αποκλειστικά από τον νόμο περί ανωνύμων εταιρειών. Για την ακρίβεια μάλιστα, η πρακτική εφαρμογή των διατάξεων του νόμου 2190/1920, σε σχέση με την διαδικασία συγχώνευσης, εμφανίζεται ιδιαίτερα περιορισμένη, καθώς προτιμούνται οι διατάξεις είτε του νόμου 1297/1972 είτε, κυρίως, του 2166/1993, ο οποίος προσφέρει πολλά συγκριτικά πλεονεκτήματα, με αποτέλεσμα οι διατάξεις του να αποτελούν το κύριο νομικό πεδίο εφαρμογής για κάθε μορφή συγχώνευσης.

Βασικά μειονεκτήματα της συγχώνευσης ανωνύμων εταιρειών με βάση τον 2190/1920 είναι η διενέργεια του ελέγχου από την επιτροπή του άρθρου 9 του ίδιου νόμου, η έλλειψη της ευχέρειας σχηματισμού αφορολόγητων αποθεματικών ως κινήτρου για την συγχώνευση και η υποχρέωση καταβολής φόρου μεταβίβασης ακινήτων αλλά και φόρου υπεραξίας επί της περιουσίας της απορροφούμενης επιχείρησης.

Συγκριτικά, η συγχώνευση εταιρειών υπό την ισχύ των διατάξεων του νόμου 2166/1993 απαιτεί καταρχήν την απλή διαπίστωση της περιουσίας των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων σε λογιστικές αξίες, όπως αυτές εμφανίζονται στα

βιβλία τους. Αρκεί δηλαδή η επίκληση των νομίμων δικαιολογητικών, τιμολογίων και συμβολαίων σε σχέση με τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία, χωρίς να υπολογίζεται συγκριτικά από την ελεγκτική αρχή η πραγματική αξία του καθενός, δηλαδή χωρίς να αποτιμάται η αξία τους στις τρέχουσες τιμές σε σχέση με τις αγοραίες αξίες ακινήτων, τα τρέχοντα επιτόκια σε σχέση με τις απαιτήσεις κτλ.

Πρακτικά αυτό σημαίνει, ότι από τον διαπιστωτικό έλεγχο της περιουσίας των συγχωνευομένων εταιρειών, που διενεργείται από το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών ή από την αρμόδια Δ.Ο.Υ. ή και από την Επιτροπή του άρθρου 9 του νόμου 2190/20, δεν προκύπτει υπεραξία, συνιστάμενη στη διαφορά ανάμεσα στη λογιστική και την πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων, και κατά συνέπεια δεν τίθεται θέμα φορολόγησης για τον λόγο αυτό.

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα που προσφέρει ο νόμος 2166/93 σε σχέση με την συγχώνευση εταιρειών, είναι ότι τα αφορολόγητα αποθεματικά που έχει σχηματίσει η συγχωνευόμενη εταιρεία με βάση τους ορισμούς των αναπτυξιακών νόμων δεν υπάγονται σε φορολογία κατά τον χρόνο της συγχώνευσης, εφόσον μεταφέρονται στον λογαριασμό αποθεματικών της νεοσύστατης ή απορροφούσας εταιρείας.

Το αφορολόγητο αποθεματικό συνίσταται στο ποσό το οποίο εκπίπτει από τα κέρδη χρήσεως μιας εταιρείας, εφόσον αυτή αποδείξει ότι προέβη σε κάποιες παραγωγικές επενδύσεις. Το ποσό αυτό βέβαια δεν μπορεί να διανεμηθεί ή να κεφαλαιοποιηθεί, αλλά παραμένει δεσμευμένο στον ειδικό λογαριασμό αποθεματικού, με αντάλλαγμα την αναγνώριση του αφορολόγητου του. Με βάση την διάταξη του άρθρου 3 παράγραφος 4 του 2166/93, τα ειδικά αυτά αφορολόγητα αποθεματικά των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων, καθώς και οι αφορολόγητες κρατήσεις εκ των κερδών δεν φορολογούνται, εφόσον μεταφέρονται και εμφανίζονται αυτούσια σε ειδικούς λογαριασμούς στην εταιρεία που θα προκύψει από την συγχώνευση.

Αντιθέτως, σε περίπτωση απορρόφησης θυγατρικής ανώνυμης από την μητρική της, η οποία κατέχει ήδη μέρος ή το σύνολο των μετοχών της, το μετοχικό κεφάλαιο της

απορροφούμενης εταιρείας αποσβένεται μεν με βάση την συμμετοχή της μητρικής, ωστόσο η τελευταία δεν μπορεί να εκπέσει από τα ακαθάριστα έσοδα της το υπερβάλλον της συμμετοχής της, δηλαδή το ποσό που πλεονάζει σε σχέση με την ονομαστική αξία των μετοχών της απορροφούμενης θυγατρικής. Λογιστικά, το ποσό αυτό, εφόσον αντιπροσωπεύει υπεραξία επιχείρησης (Goodwill) καταχωρείται ως τέτοια και αποσβένεται εντός πενταετίας, διαφορετικά καταχωρείται ως έκτακτη ζημία.

Ιδιαίτερη σημασία τέλος έχει το πλαίσιο των δυνατοτήτων μετασχηματισμού εταιρειών που παρέχει ο νόμος 2166/93, καθώς, πέραν από την συγχώνευση ανωνύμων εταιριών, οι διατάξεις του επιτρέπουν την μετατροπή ή συγχώνευση κάθε μορφής επιχειρήσεων με έδρα στην Ελλάδα σε ημεδαπή ανώνυμη εταιρία ή εταιρία περιορισμένης ευθύνης και επιπλέον την απορρόφηση επιχειρήσεων οιασδήποτε μορφής από υφιστάμενη ή νεοϊδρυόμενη ημεδαπή ανώνυμη εταιρία ή εταιρία περιορισμένης ευθύνης, τη στιγμή που ο νόμος 2190/20 περιορίζεται αποκλειστικά στην πρόβλεψη της δυνατότητας συγχώνευσης ανωνύμων εταιρειών μεταξύ τους.

Παράρτημα -2-

[ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΧΩΝΕΥΣΕΩΝ EXCELL]

